

**UNIVERSIDADE ESTADUAL DO SUDOESTE DA BAHIA
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
COLEGIADO DO CURSO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO**

DOUGLAS SANTOS OLIVEIRA

**POLÍTICA MONETÁRIA NO GOVERNO DILMA: EFICIENTE OU
NÃO NO CONTROLE DA INFLAÇÃO?**

VITÓRIA DA CONQUISTA – BAHIA

2017

DOUGLAS SANTOS OLIVEIRA

**POLÍTICA MONETÁRIA NO GOVERNO DILMA: EFICIENTE OU NÃO NO
CONTROLE DA INFLAÇÃO?**

Trabalho monográfico apresentado ao Curso de Ciências Econômicas da Universidade Estadual do Sudoeste da Bahia, como requisito para aprovação na disciplina Monografia II e obtenção de grau de Bacharel em Ciências Econômicas.

ORIENTADOR: Profº Me. Marco Antônio Araújo Longuinhos

VITÓRIA DA CONQUISTA – BAHIA

2017

O46p

Oliveira, Douglas Santos.

Política monetária no governo Dilma: eficiente ou não no controle da inflação?. / Douglas Santos Oliveira, 2017.

81f.

Orientador (a): Me. Marco Antônio Araújo Longuinhos.

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação), Universidade Estadual do Sudoeste da Bahia, Vitória da Conquista, 2017.

Inclui referências. F. 79 – 80.

1. Política monetária. 2. Inflação. 3. Governo Dilma. 4. Taxa Selic. I. Longuinhos, Marco Antônio Araújo. II. Universidade Estadual do Sudoeste da Bahia. III. T

CDD: 332.46

DOUGLAS SANTOS OLIVEIRA

**POLÍTICA MONETÁRIA NO GOVERNO DILMA: EFICIENTE OU NÃO NO
CONTROLE DA INFLAÇÃO?**

Trabalho monográfico apresentado ao Curso de Ciências Econômicas da Universidade Estadual do Sudoeste da Bahia, como requisito para aprovação na disciplina Monografia II e obtenção de grau de Bacharel em Ciências Econômicas.

Aprovado em 19/06/2017

Banca Examinadora

Profº Me. Marco Antônio A. Longuinhos

Orientador

Profº Dr. Vinicius Correia Santos

Profº Dr. Josias Alves de Jesus

AGRADECIMENTOS

Durante estes seis últimos anos muitas pessoas participaram da minha vida. Algumas já faziam parte dela, mas, outras passaram a fazer parte recentemente. Dentre estas pessoas algumas se tornaram muito especiais, cada uma ao seu modo, seja academicamente ou pessoalmente e, seria difícil não agradecer-las.

À minha família, por sua capacidade de acreditar em mim, e manter sempre o pensamento positivo, mesmo em períodos de grandes dificuldades. À minha mãe Maria e à minha avó Adelina, por serem mulheres de muita força, determinação e exemplo para mim.

Aos amigos, por me darem apoio nos momentos de dificuldades e pelas ocasiões em que a alegria e os risos foram combustíveis para seguir em frente. Aos colegas do curso de Economia, em especial Isac, que esteve comigo todos esses anos enfrentando as turbulências da graduação com muita alegria e determinação.

Ao meu orientador, professor Marco Antônio Araújo Longuinhos, que dedicou muito do seu tempo me orientando. A professora Andréa Costa que, durante a disciplina Monografia II foi de suma importância no processo de conclusão da minha monografia, dedicando seu tempo e paciência em me orientar na consecução deste trabalho. Muito obrigado pelos ensinamentos, atenção e dedicação ao longo deste período.

Por fim, agradeço a todos os meus professores que são os maiores responsáveis por eu estar concluindo esta etapa da minha vida, compartilhando a cada dia os seus conhecimentos e experiências vividas. Como foi bom!

RESUMO

O presente estudo tem por objetivo analisar a política monetária, durante o governo Dilma, para verificar se ela foi eficiente ou não no controle da inflação. Nesse sentido, o estudo adota o caráter de pesquisa bibliográfica e exploratória, a partir da análise dos dados referentes à inflação, taxa de juros (Selic), PIB e taxa de desemprego. Desta forma, comparam-se os dados da política monetária e, econômica, a fim de observar os impactos da política monetária sobre a economia brasileira. Os resultados deste estudo indicam que a política monetária não foi eficiente no controle da inflação, pois, durante os cinco anos de governo Dilma, a meta de inflação não foi alcançada, apesar dos resultados, com exceção de 2015 onde a inflação foi de mais de 10%, terem ficado no limite superior da banda de flutuação da meta de inflação estabelecida.

Palavras-Chave: Política monetária. Governo Dilma. Inflação. Taxa Selic.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Fluxograma 1 - Formação da Taxa Básica de Juros e seu Mecanismo de Transmissão	52
Gráfico 2 - Evolução da Taxa Básica de Juros (Selic) em 2011	62
Gráfico 3 - Evolução da Inflação Mensal em 2011	63
Gráfico 4 - Evolução do PIB Trimestral em 2011	63
Gráfico 5 - Evolução da Inflação em 2012.....	64
Gráfico 6 - Evolução da Taxa Selic em 2012.....	65
Gráfico 7 - Evolução da Taxa Selic em 2013.....	68
Gráfico 8 - Evolução da Taxa Selic em 2014.....	69
Gráfico 9 - Evolução do PIB Trimestral em 2014.....	70
Gráfico 10 - Evolução da Taxa Selic em 2015	71
Gráfico 11 - Evolução da Inflação Mensal em 2015	72
Gráfico 12 - Evolução do PIB Trimestral em 2015.....	72

LISTA DE TABELAS

Tabela 1- Histórico de Metas Para a Inflação no Brasil	44
Tabela 2 - Recolhimentos Compulsórios - Alíquotas.....	48
Tabela 3 - Resultados Anuais de 2010 a 2015.....	73

SUMÁRIO

Introdução	10
1. Teoria da Política Monetária	13
1.1 John Maynard Keynes	13
1.2 Milton Friedman	21
<i>1.2.1 Teoria Quantitativa da Moeda</i>	22
<i>1.2.2 Teoria da Política Monetária</i>	28
2. Inflação, Regime de Metas de Inflação e Operacionalidade da Política Monetária	35
2.1 Tipos de inflação	35
<i>2.1.1 Inflação de Demanda</i>	35
<i>2.1.2 Inflação de Custo/Oferta</i>	36
<i>2.1.3 Inflação Inercial/Estrutural</i>	38
2.2 Regime de Metas de Inflação	41
2.3 Operacionalidade da Política Monetária	44
2.4 Instrumentos de Política Monetária	46
<i>2.4.1 Recolhimentos Compulsórios</i>	46
<i>2.4.2 Redesconto ou Assistência Financeira de Liquidez</i>	48
<i>2.4.3 Operações em Mercado Aberto (Open Market)</i>	50
<i>2.4.4 Taxa Básica de Juros</i>	51
3. A Política Monetária Brasileira no Período 2011-2015	54
3.1 Contexto Econômico	54
3.2 A Política Monetária no Governo Dilma (2011-2015)	60
3.3 Resultados e Avaliação da Política Monetária	73
Considerações Finais	76
Referências	78

INTRODUÇÃO

A política monetária constitui um dos principais instrumentos da política econômica dos governos. De acordo com Lopes e Rossetti (1993, p. 253) o conceito de política monetária é, “o controle da oferta de moeda e das taxas de juros, no sentido de que sejam atingidos os objetivos da política econômica global do governo”. Ela representa, então, uma forma de intervenção do governo na economia através da moeda, da taxa de juros, dos títulos públicos negociados e outros instrumentos de ação da política monetária. Logo, a formulação da política monetária, os seus objetivos, os instrumentos de aplicação da política e sua eficácia, afetam diretamente os agentes econômicos e seus negócios no dia a dia.

A economia brasileira, inserida no contexto econômico global, compreende a política monetária como peça chave da política econômica ancorada, no chamado, “tripé macroeconômico”, que estabelece três objetivos básicos para a política econômica: um regime de metas de inflação, taxa de câmbio flutuante e metas de superávit fiscal primário. Com isso, o governo brasileiro e as demais autoridades econômicas devem perseguir esses três objetivos em suas ações.

A instituição responsável pela política monetária é o Banco Central do Brasil. Cabe ao Banco Central formular, operacionalizar e avaliar a política monetária implementada na economia brasileira. Nesse trabalho, a autoridade monetária define a meta da taxa básica de juros, a taxa de recolhimento compulsório, as operações em mercado aberto e outras atividades de monitoramento, análise e avaliação da política monetária, além do caráter regulatório da atividade bancária, do sistema financeiro, de seguros, entre outros.

Para a economia brasileira, a política monetária possui o objetivo fim de cumprir a meta de inflação estabelecida pelo Banco Central. Desta forma, a autoridade monetária não influencia diretamente outros objetivos que a política monetária pode alterar como, o incentivo ao aumento do investimento produtivo via queda da taxa básica de juros. Com essa meta, o Banco Central foca no centro da inflação estabelecida e, apenas acompanha a evolução das outras variáveis promovendo alterações da taxa básica de juros em momentos específicos.

Considerando a importância da política monetária nas atividades dos agentes econômicos, é de suma importância entender de que forma os instrumentos e mecanismos de transmissão da política monetária afetam a economia para que se amplie a previsibilidade dos resultados a serem alcançados, de modo que, seja possível minimizar os impactos negativos na economia decorrente da implementação de uma política monetária inadequada.

Desta forma, a discussão a que se propõe o trabalho tem como fio condutor a seguinte indagação: a política monetária adotada no governo Dilma, nos anos de 2011 a 2015, mostrou-se eficiente no objetivo de controle do nível geral de preços? Sendo assim, espera-se reconhecer na política monetária o seu importante papel de estabilizar e controlar ao máximo os níveis de preços para garantir a liquidez do sistema econômico.

A hipótese básica deste estudo é de que a política monetária, por meio de seus mecanismos de transmissão, não foi eficiente a ponto de controlar o nível de preços e colaborar para a estabilidade macroeconômica da economia brasileira no período definido.

Nesta perspectiva, o objetivo geral do presente trabalho é discutir e analisar a condução da política monetária, observando se a política monetária foi eficiente ou não no controle da inflação durante o governo da Presidente Dilma Rousseff.

Assim, o presente trabalho está estruturado em três capítulos, além desta introdução e das considerações finais. Os objetivos específicos do trabalho são três e apresentam-se desenvolvidos nos capítulos sob a seguinte ordem: 1) apresentar e discutir a política monetária a partir das teorias desenvolvidas por John Maynard Keynes e Milton Friedman; 2) explanar os tipos de inflação, o regime de metas de inflação, a operacionalidade e os instrumentos da política monetária; e 3) apresentar, analisar e discutir a política monetária conduzida na economia brasileira no período de 2011 a 2015.

Inicialmente o trabalho destina-se a apresentar a teoria da política monetária, a partir das teorias desenvolvidas por John Maynard Keynes e Milton Friedman. Com isso, busca-se mostrar as contribuições clássicas sobre a política monetária, demonstrando como esses teóricos compreendiam o tema e como entendiam as

consequências da política monetária para a economia, a partir da interação da política monetária com as demais políticas econômicas.

No segundo capítulo, busca-se expor os tipos de inflação mais comuns nas economias monetárias, o regime de metas de inflação implantado por alguns Bancos Centrais como forma de objetivo fim da política monetária, devido a histórico de hiperinflações e, também, como meio de ter uma política monetária transparente quanto a sua finalidade, e por fim, apresentar a operacionalidade e os instrumentos da política monetária.

O último capítulo tem por objetivo apresentar, analisar e discutir a política monetária brasileira implementada no período que vai de 2011 a 2015, durante o governo da Presidente Dilma Rousseff, expondo o contexto econômico em que ela assume a presidência da república em 2011 e como a política monetária passa a ser formulada e conduzida. Por fim, o capítulo se encerra avaliando os resultados obtidos da política monetária durante este período.

Para isso, a metodologia utilizada foi o método hipotético-dedutivo, conforme definição de Marconi e Lakatos (2003), consistindo na análise dos dados referentes à política monetária brasileira no período referido anteriormente, como também, dos instrumentos e mecanismos de transmissão da mesma, assim, como a revisão bibliográfica das principais contribuições teóricas clássicas, sobre a política monetária.

1. TEORIA DA POLÍTICA MONETÁRIA

Este capítulo tem por objetivo apresentar as principais contribuições teóricas clássicas sobre a política monetária. Assim, são apresentadas as teorias de John Maynard Keynes e Milton Friedman sobre a determinação da taxa de juros, seus efeitos sobre as expectativas e decisões dos agentes econômicos, o papel da moeda na economia, o comportamento do mercado monetário e o papel da autoridade monetária na formulação, operação e avaliação da política monetária.

1.1 John Maynard Keynes

Dentro do conjunto das políticas econômicas, a política monetária apresenta-se como um dos mais importantes instrumentos de ação econômica. Por isso, muitos dos mais proeminentes economistas têm estudado e teorizado sobre o tema. Dentre esses economistas e com grande destaque na Ciência Econômica, está o economista inglês John Maynard Keynes, que, com sua obra de 1936, “A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda” deu enorme contribuição a Ciência Econômica.

Keynes acreditava que, a política monetária era um significativo instrumento de política econômica, capaz de estimular o crescimento da economia e reduzir o desemprego. A política monetária, desse modo, seria capaz de influenciar a posição dos agentes econômicos em uma economia monetária, como explica Sicsú ao falar de Keynes,

A economia monetária de Keynes descreve um mundo capitalista de livre mercado em que as firmas, por um lado, e trabalhadores, por outro, objetivam obter e acumular o máximo de rendimentos e riquezas monetárias. A preferência por liquidez presente nesse modelo baseia-se no fato de que a moeda, mais do que qualquer outro ativo, é capaz de deixar o agente numa posição mais fluida, isto é, livre para adotar novas estratégias em um mundo de incerteza. [...] No modelo de Keynes, cada agente busca uma série de normas para agir e se defender contra o futuro totalmente inesperado: a retenção de liquidez na forma monetária é a mais comum dessas regras práticas. (SICSÚ, 1997, p. 92).

O caminho que permite a Keynes acreditar que em uma economia monetária a política monetária possa alterar variáveis reais está na determinação da taxa básica de

juros e, conseqüentemente, na expectativa¹ do agente econômico de escolher em preferir manter a liquidez de seus recursos. Para que o agente possa decidir, Keynes entende que a taxa básica de juros desempenha um papel central nessa tomada de decisão. Para ele,

Deveria ser óbvio que a taxa de juros não pode ser um rendimento da poupança ou da espera como tal. Quando alguém acumula suas economias sob a forma de dinheiro líquido, não ganha juro, embora economize tanto quanto antes. Pelo contrário, a simples definição da taxa de juros diz-nos, literalmente, que ela é a recompensa da renúncia à liquidez por um período determinado, pois a taxa de juros não é, em si, outra coisa senão o inverso da relação existente entre uma soma de dinheiro e o comando da moeda em troca de uma dívida. (KEYNES, 1992, p. 137).

A taxa básica de juros possui, então, a capacidade de influenciar o agente econômico em decidir sob que estado manterá sua riqueza. Essa decisão acaba por influenciar também a economia, devido ao maior ou menor estoque de moeda em poder do agente. Keynes explica essa influência,

[...] A taxa de juros não é o “preço” que equilibra a demanda de recursos para investir e a propensão de abster-se do consumo imediato. É o “preço” mediante o qual o desejo de manter a riqueza em forma líquida se concilia com a quantidade de moeda disponível. Isso implica que, se a taxa de juros fosse menor, isto é, se a recompensa da renúncia à liquidez se reduzisse, o montante agregado de moeda que o público desejaria conservar excederia a oferta disponível e que, se a taxa de juros se elevasse, haveria um excedente de moeda que ninguém estaria disposto a reter. Se esta explicação for correta, a quantidade de moeda é outro fator que, aliado à preferência pela liquidez, determina a taxa corrente de juros em certas circunstâncias. A preferência pela liquidez é uma potencialidade ou tendência funcional que fixa a quantidade de moeda que o público reterá quando a taxa de juros for dada; [...]. (KEYNES, 1992, p. 137-138).

Nesse sentido, Keynes deixa explícito que a taxa básica de juros é mecanismo direto de impacto sobre a atividade econômica. Tendo um aumento no estoque de moeda, reduz-se à taxa de juros e, assim, faz aumentar a demanda efetiva e o nível de atividade da economia, por exemplo. Esse movimento deve-se ao fato de Keynes entender que a moeda desempenha um papel endógeno no sistema econômico, afetando as expectativas que alteram as decisões de investimento e produção, além dos preços.

¹ Ver cap. 5 e 12 de. KEYNES (1992).

Uma posição ativa que permite aos agentes modificar sua posição na atividade econômica, como destaca Sicsú ao mostrar esse movimento influenciado pela taxa básica de juros,

Para uma dada quantidade bens de investimento, o nível de emprego/produção pode sofrer variações devido a uma redução (ou aumento) da demanda por bens proveniente de decisões de aumentar (ou reduzir) a retenção de moeda. (SICSÚ, 1997, p. 94).

Como pode ser observado, o objetivo da política monetária na teoria Keynesiana é fazer com que a demanda agregada se mantenha em constante crescimento para promover a redução do desemprego e o crescimento da economia. Esse movimento é influenciado pela preferência pela liquidez. Keynes apresenta três motivos que influenciam a decisão do agente econômico na escolha pela liquidez,

[...] (i) o motivo transação, isto é, a necessidade de moeda para as operações correntes de trocas pessoais e comerciais; (ii) o motivo precaução, ou seja, o desejo de segurança com relação ao equivalente do valor monetário futuro de certa parte dos recursos totais; e (iii) o motivo especulação, isto é, o propósito de obter lucros por saber melhor que o mercado o que trará o futuro. (KEYNES, 1992, p. 139).

Essas três motivações justificam a escolha do agente econômico, de modo generalizado, pela liquidez. O primeiro, motivo transação, deve-se pela necessidade de ter posse de unidades monetárias para as transações diárias, individuais ou por questões comerciais. Froyen, indo de encontro com a explicação de Keynes, relaciona o motivo transação com o nível de renda,

O primeiro motivo considerado por Keynes era o motivo transação. A moeda é um meio de troca, e os indivíduos usam-na em transações. A moeda faz a ponte entre o recebimento da renda e os eventuais dispêndios. O montante de moeda guardado para viabilizar transações variaria positivamente de acordo com o volume de transações nas quais o indivíduo se envolvesse. Supunha-se que a renda fosse uma boa medida desse volume de transações e, portanto, que a demanda por moeda para transações dependesse positivamente do nível de renda. (FROYEN, 2007, p. 129).

O motivo precaução está relacionado à necessidade de prevenir-se dos eventos imprevistos. Estabelece-se na inevitabilidade de estarem preparados para dispêndios emergenciais, tais como, problemas de saúde, acidentes, entre outros. A precaução está

relacionada também com incertezas da dinâmica do mercado, como destaca Amado ao relacionar o motivo precaução proposto por Keynes, com as incertezas do mercado,

O motivo precaução refere-se ao caráter incerto das economias monetárias de produção. Enquanto o motivo transação supõe uma certa previsão dos recebimentos e das despesas, de forma que os saldos monetários são reduzidos a zero no fim de cada período, o motivo precaução refere-se exatamente ao caráter incerto de determinadas despesas ou a possibilidades de ganhos de mercado absolutamente imprevistas pelo agente. Contudo, apesar de basear-se na incerteza, esse motivo mantém uma relação estável com o nível de renda. E, nesse sentido, na determinação da demanda por moeda, ele aparece juntamente com o motivo transação como sendo uma função estável do nível de renda. (AMADO, 2000, p. 62-63).

Por fim, o motivo especulação onde Keynes observa que, agentes econômicos passam a reter moeda em função da expectativa de movimentos na taxa de juros com fins de ganhos de capital com a movimentação da taxa de juros, como demonstra Froyen,

O motivo final considerado por Keynes para explicar a demanda era o motivo especulação. Esta é a maior novidade da análise keynesiana da demanda por moeda. Keynes começou perguntando por que um indivíduo guardaria uma quantidade de moeda maior que a necessária para transação ou por precaução, já que os títulos pagam juros e a moeda não. Essa demanda adicional por moeda existia, na opinião de Keynes, em razão da incerteza sobre as taxas de juros futuras, bem como pela relação entre as alterações das taxas de juros e os preços dos títulos. Se houvesse a expectativa de que as taxas de juros fossem se alterar de forma a causar perdas de capital com os títulos, seria possível que essas perdas esperadas excedessem os ganhos com juros dos títulos, estimulando o investidor a reter moeda. Essa moeda seria mantida pelos que “especulam” com mudanças futuras nas taxas de juros. [...]. (FROYEN, 2007, p. 130-131).

A partir destes motivos que influenciam a preferência pela liquidez, há uma relação inversa entre a quantidade de moeda em poder do agente econômico e a taxa de juros. Keynes nota que, à medida que a taxa de juros decresce, a quantidade de moeda para o motivo transação se eleva, o inverso também é observável, à medida que a taxa de juros aumenta, a quantidade de moeda em poder do agente econômico para o motivo transação decresce e eleva o volume de recursos para o mercado de títulos, públicos e privados, pois, rendem ganhos monetários com a taxa de juros mais alta,

Em primeiro lugar, à medida que a taxa de juros baixa, é provável, *ceteris paribus*, que a preferência pela liquidez, em virtude do motivo de transação, absorva mais moeda. Se a queda da taxa de juros aumenta a renda nacional, o volume de moeda que convém reservar para as transações crescerá mais ou menos proporcionalmente com o aumento da renda, enquanto, ao mesmo tempo, diminuirá o custo da conveniência de manter abundante a moeda, em termos de juros perdidos. Resultados análogos serão produzidos se o aumento de emprego que segue a uma baixa da taxa de juros determina uma alta dos salários, isto é, uma alta no valor monetário da unidade de salários, a não ser que a preferência pela liquidez seja medida em unidades de salários em vez de unidades de moedas (que é conveniente em certos contextos). Em segundo lugar, cada queda na taxa de juros pode como acabamos de ver, aumentar a quantidade de moeda que certos indivíduos desejam conservar, porque seus pontos de vista quanto à futura taxa de juros diferem da do mercado. (KEYNES, 1992, p. 140).

O que Keynes explicita com a compreensão de motivos para optar pela liquidez monetária é que, a política monetária é forte o suficiente para alterar variáveis reais da economia, nesta perspectiva Carvalho et al (2007), corrobora com a afirmação de Keynes de que a política monetária pode ser usada para estimular o crescimento econômico a partir de uma redução na taxa de juros, alterando a expectativa dos agentes e sua preferência por liquidez, afim de que o volume de transações seja elevado e, assim, impulse o crescimento da economia, promovendo uma condição econômica onde o ganho com a eficiência marginal do capital é maior que o ganho obtido com a aplicação em títulos remunerados pela taxa de juros. A eficiência marginal do capital, segundo Keynes (1992), pode ser compreendida como a relação entre a expectativa de ganhos futuros dado o investimento em determinado bem de capital, com o custo de se produzir novas unidade de um referido bem.

A formulação da política monetária é de responsabilidade do Banco Central, autoridade monetária de um país e responsável pela formulação, operação e avaliação da política monetária. Cabe ao Banco Central definir a taxa básica de juros, a partir de observação de algumas variáveis como, ritmo do crescimento econômico, da taxa de desemprego, da taxa de investimento e, principalmente, da taxa de inflação. Entretanto, a política monetária não é o único instrumento disponível para o manejo da economia. Segundo Carvalho,

[...] a política monetária é elemento das políticas de governo desenhadas com o objetivo de estabilizar a economia, entendendo-se

estabilizar como a manutenção simultânea dos grandes equilíbrios macroeconômicos, com pleno emprego, orçamento público e balanço de pagamentos equilibrados e controle das pressões inflacionárias. A estabilidade resulta do ataque simultâneo nas diversas frentes, através de políticas coordenadas. (CARVALHO, 1994, p. 54).

Entretanto, a finalidade da política econômica no arcabouço teórico de Keynes é promover uma mobilidade das expectativas de modo a fazer com que os investidores optem por manter seus recursos ilíquidos, estimulando novos investimentos como, a ampliação da atividade produtiva, aumento dos postos de trabalho e, conseqüentemente, expansão do crescimento econômico. O conjunto da política econômica, então, passa a ser formulada com vistas a alcançar o objetivo de colocar a economia em pleno emprego e no momento em que for necessário, promover a estabilização em um curto prazo para que ela possa retornar a trajetória de expansão. Sicsú reafirma a finalidade da política monetária nas premissas keynesianas,

Na economia monetária de Keynes, as políticas de intervenção via banco central tentam induzir os agentes a tomar decisões consistentes com determinados objetivos relativos ao uso da liquidez disponível. Uma política monetária que visa à redução do desemprego deve estimular o *animal spirits* da economia de tal forma que a incerteza futura tenha uma influência mais restrita sobre as decisões de investimento: busca-se aumentar o retorno total esperado relativo dos ativos de capital. Dessa forma, uma alteração da composição de portfólio do público a favor da aquisição de máquinas e realização de obras tornar-se-ia menos arriscada. A troca da liquidez da moeda com rendimento nulo pela iliquidez dos ativos de capital com retornos esperados positivos deve se transformar, pela ação da política monetária, na opção mais rentável e segura para os agentes, conseqüentemente, reduzindo o desemprego. Em suma, manipulações da política monetária devem tentar provocar mudanças de preços relativos de diversos ativos da economia, dos mais líquidos aos mais ilíquidos, induzindo decisões de portfólio que atingiriam as variáveis reais da economia. (SICSÚ, 1997, p.93-94).

Diante da finalidade posta da política monetária, o banco central tem disponível alguns instrumentos para executar os objetivos propostos na formulação da política monetária. Esses três instrumentos são, “[...] (a) a fixação compulsória de reservas bancárias; (b) a determinação da taxa de juros das operações de redesconto (empréstimos de liquidez); e (c) as operações de compra e vendas de títulos públicos”. (CARVALHO et al, 2007, p. 90).

O primeiro instrumento, a fixação compulsória das reservas bancárias, é um dos mais importantes instrumentos na execução da política monetária. Os depósitos a vista que os bancos comerciais recebem, são disponibilizados na forma de empréstimos ao público. O entendimento de quais as possíveis consequências da fixação compulsória das reservas bancárias está expresso nas palavras de Lopes e Rossetti,

Quando o Banco central aumenta a taxa das reservas compulsórias que os bancos comerciais devem manter à sua ordem, fica reduzida a proporção dos depósitos que pode ser convertidos em empréstimos. Inversamente, se o Banco Central reduz a taxa de reservas, as disponibilidades para empréstimos aumentam. (LOPES; ROSSETTI, 1993, p. 257).

Têm-se então que, o controle da disponibilidade de recursos monetários é afetado pelas reservas bancárias. Para incentivar a maior circulação de moeda na economia, a taxa das reservas compulsórias pode ser reduzida, e o contrário também pode acontecer, quando a taxa das reservas compulsórias se elevarem e menos moeda passar a circular na economia. Os bancos possuem a capacidade de “criar moeda” a partir dos empréstimos concedidos aos clientes. Esse movimento permite uma expansão da demanda a partir do crédito. Dessa forma, a capacidade de expansão desse processo de criação de moeda dos bancos e incentivo ao crédito fica limitada, a depender das intenções da autoridade monetária.

O mais significativo instrumento da política monetária é a determinação da taxa de juros. A taxa de juros fixada pelo banco central serve de referência para as demais taxas de juros que o mercado irá fixar para suas atividades. Além disso, a taxa de juros serve também, como referência para a remuneração dos títulos públicos. Segundo Keynes,

A taxa de juros sobre o dinheiro parece, portanto, representar um papel especial na fixação de um limite ao volume de emprego, visto marcar o nível que deve alcançar a eficiência marginal de um bem de capital para que ele se torne objeto de nova produção. (KEYNES, 1992, p. 175).

A determinação da taxa básica de juros possui influencia direta na atividade produtiva. Uma alteração da taxa básica de juros pode mover as expectativas dos empresários para o investimento na produção dos bens e serviços, caso ocorra uma redução na taxa de juros, ou direcionar o capital dos empresários no caminho do mercado de títulos, em caso de alta na taxa de juros, uma vez que aplicações financeiras

renderão ganhos maiores que a eficiência marginal do capital. Keynes demonstra como esse processo ocorre,

Ora, os bens cujo preço normal de oferta é menor que o preço da demanda serão agora objeto de nova produção, e esses serão os bens que têm uma eficiência marginal maior (sobre a base do seu preço normal de oferta) que a taxa de juros (sendo ambas as quantidades medidas pelo mesmo padrão de valor, qualquer que este seja). À medida que aumenta o estoque de bens cuja eficiência marginal era, a princípio, pelo menos igual à taxa de juros, essa eficiência marginal tende a baixar (pelas razões suficientemente claras já apresentadas). Chega então o momento em que deixará de ser vantajoso continuar a produzi-los, *a menos que a taxa de juros caia “pari passu”*. Quando não houver mais bem algum cuja eficiência marginal alcance a taxa de juros, a produção de novos bens de capital será paralisada. (KEYNES, 1992, p. 179).

Sendo assim, o instrumento taxa de juros pode ser usado para determinar uma política monetária expansionista, reduzindo a taxa de juros, direcionada a estimular a atividade produtiva, com uma eficiência marginal maior que a taxa de juros, ou o contrário, uma política monetária contracionista, elevando a taxa de juros, onde, o retorno via taxa de juros supera o retorno vindo da eficiência marginal do capital.

O terceiro instrumento de política monetária a disposição do banco central, são as operações de compras e vendas de títulos públicos. As operações com os títulos públicos, considerado muito eficaz, consegue equilibrar a oferta de moeda e regular a taxa de juros em um curto prazo. O banco central opera as compras e vendas dos títulos de acordo à necessidade de ampliar ou reter moeda em circulação no mercado, resgatando ou vendendo títulos. Segundo Lopes e Rossetti,

A flexibilidade desse instrumento é de tal ordem que ele pode ser eficazmente usado para regular, no dia-a-dia, a oferta monetária e a taxa de juros. Genericamente, o *open market* é operado por intermédio da compra e venda de títulos da dívida pública, de emissão do Banco Central ou do Tesouro Nacional. O funcionamento desse instrumento é de fácil compreensão. Quando as autoridades monetárias desejam expandir a oferta monetária, realizam operações maciças de resgate dos títulos da dívida pública em circulação; com isso, injetam no mercado moeda de alto poder de expansão. Contrariamente, quando desejam o efeito oposto, emitem e colocam em circulação valores maciços de títulos da dívida pública, retirando do sistema monetário, na proporção dos títulos adquiridos pelos bancos ou pelo público, moeda que se encontrava em circulação; com isso, torna-se menor a oferta monetária. (LOPES; ROSSETTI, 1993, p. 264).

Deste modo, as operações com títulos públicos possuem forte impacto na economia, podendo contribuir para a expansão ou retração da atividade econômica. O uso desse instrumento dentro das premissas keynesianas precisa ser orientado no sentido de fazer com que o setor produtivo opte por não adquirir títulos, mas, se desfazer deles para poder aplicar esses recursos monetários na atividade produtiva.

Os títulos públicos são ativos de renda fixa, o que os torna opção de investimentos para o público. Entretanto, a função primeira dos títulos públicos é captar recursos para o financiamento da dívida pública, e financiar as atividades dos governos, além de ter a função de mecanismo de transmissão da política monetária. A partir da primeira função desenvolve-se um amplo mercado de títulos públicos.

Para a realização de uma política monetária bem sucedida é preciso à coordenação entre as demais políticas de cunho econômico como, a política fiscal, a política cambial, a política industrial entre outras. O uso coordenado dessas políticas sinaliza aos agentes a transparência necessária para que, eles possam tomar decisões na direção apontada pelos formuladores da política econômica. Assim, destaca Sicsú,

[...] uma política monetária keynesiana eficiente busca preparar um ambiente apropriado (tal como um jardineiro) para a tomada de decisões individuais favoráveis aos objetivos desejados – e não moldar resultados finais (como faz um artesão). (SICSÚ, 1997, p. 96).

Portanto, a teoria da política monetária no arcabouço teórico desenvolvido por Keynes, possui a característica de ser voltado para a aplicação do entendimento econômico, sobre o papel da moeda na economia através dos motivos que levam os agentes a escolherem o grau de liquidez dos seus ativos e da determinação da taxa de juros e dos instrumentos de política monetária que transmitem o objetivo da política para o mercado. Com isso a autoridade monetária pavimenta o caminho de construção de uma política econômica que crie expectativas favoráveis aos investimentos produtivos, que promovam a redução do desemprego e o pleno emprego dos fatores de produção.

1.2 Milton Friedman

A teoria da política monetária na interpretação monetarista compreende uma das mais importantes e influentes contribuições teóricas para a Ciência Econômica. Tendo

como principal teórico o economista norte-americano Milton Friedman, a corrente de pensamento monetarista apresenta-se, como uma alternativa a teoria keynesiana, presente na economia mundial nas décadas de 1950 e 1960. Nesta seção serão apresentadas as concepções teóricas que compreendem o entendimento de Milton Friedman, sobre a política monetária, partindo da teoria quantitativa da moeda até a teoria da política monetária.

1.2.1 Teoria Quantitativa da Moeda

O arcabouço teórico desenvolvido por Milton Friedman está fundamentado em dois pontos centrais, na reabilitação da Teoria Quantitativa da Moeda (TQM) na abordagem de Cambridge e no papel da Política Monetária. A reabilitação da teoria quantitativa da moeda, na abordagem de Cambridge, se caracteriza por ser uma função de demanda por moeda. Quanto ao papel da política monetária, Friedman demonstra os alcances e limites de ação da política monetária. Entretanto, Friedman não se limitou a reabilitar a TQM e a delinear o papel da política monetária, ele trabalhou ainda questões como inflação e desemprego.

A reabilitação da teoria quantitativa da moeda, realizada por Friedman a partir da abordagem de Cambridge, possui a característica de demanda por moeda, como aponta Carvalho et al em corroboração ao disposto teórico desenvolvido por Friedman,

[...] a TQM deve ser vista como uma teoria da demanda por moeda e que está última está relacionada a um conjunto limitado de variáveis econômicas de uma forma previsível e estável, na qual a *renda permanente* é a mais importante. (CARVALHO et al, 2007, p. 79)

Dentro de um novo contexto teórico, fortemente influenciado pela teoria desenvolvida por Keynes e seus seguidores, Friedman reconstrói a teoria quantitativa da moeda, versão Cambridge, sob novo princípio, função de demanda por moeda, e assim, passa a reinterpretar questões teóricas vindas dos keynesianos. Segundo Madi que escreve sobre a obra de Milton Friedman,

Friedman interpretou a Teoria Quantitativa da Moeda como uma teoria da demanda de moeda. Construiu a função demanda de moeda para economia como um todo a partir da agregação das demandas das unidades familiares e das empresas, inserindo a moeda num conjunto

de ativos. A demanda de moeda depende da riqueza total e dos fluxos de renda gerados pelas diferentes formas de detenção dos saldos reais, do custo de oportunidade de reter moeda, além das preferências e de fatores institucionais. (MADI, 1997, p. 223).

Nesse sentido, o caminho de construção do entendimento sobre a demanda por moeda, passa pela compreensão mais geral do significado da moeda para os dois grupos a serem trabalhadas por Friedman, as unidades familiares e as empresas. Desse modo,

Para as unidades detentoras de riqueza básica da economia, a moeda é uma espécie de ativo, uma maneira de manter riqueza. Para a empresa produtiva, a moeda é um bem de capital, uma fonte de serviços produtivos que são combinados com outros serviços produtivos para produzir os bens que a empresa vende. Consequentemente, a teoria da demanda por moeda é um tópico especial da teoria do capital; [...]. (FRIEDMAN, 1997, p. 235-236).

A partir da definição do papel da moeda, sendo ela ativo e bem de capital, e sendo a moeda parte da teoria do capital, Friedman passa a analisar a demanda por moeda das unidades familiares e das empresas. A demanda por moeda das unidades familiares na TQM reinterpretada por Friedman é função da,

- Riqueza total, decorrente das somas das riquezas humana e não humana;
- Proporção da riqueza humana sobre a de natureza não humana (material);
- Custo de oportunidade de retenção de ativos monetários (dados pelos retornos de títulos de renda variável e de renda fixa, bem como pela taxa esperada de inflação);
- Outros fatores econômicos e não econômicos, de natureza institucional, decorrentes do processo de desenvolvimento histórico das economias nacionais ou de fatores meramente conjunturais que interferem, momentaneamente, nas preferências das famílias e das empresas quanto às diferentes formas de retenção de ativos. (LOPES; ROSSETTI, 1993, p. 98).

Primeiro, a riqueza total advém da combinação entre riqueza humana e não humana. A riqueza humana decorre do valor pessoal, da capacidade do ser humano de colocar-se a disposição para a produção social. Já a riqueza não humana é determinada pela moeda, pelos ativos financeiros e pelos bens que as unidades familiares têm a sua disponibilidade. Friedman, no processo de reinterpretação da TQM, considera cinco formas de conservação da riqueza, são elas:

[...] i) moeda (M), interpretada como unidades de direitos ou de mercadorias que são geralmente aceitas em pagamento de dívidas a um valor nominal fixo; ii) títulos (T), interpretados como direitos a fluxos temporais de pagamentos fixados em unidades nominais; iii) ações (A), interpretadas como direitos a participações *pro-rata* estabelecidas dos retornos das empresas; iv) bens físicos não humanos (B); e v) capital humano (H). (FRIEDMAN, 1997, p. 237).

A segunda variável da função de demanda por moeda das unidades familiares é, a relação entre riqueza humana e riqueza não humana. Essa relação se deve a possibilidade da riqueza ser negociada, de modo que exista a necessidade de demandá-la e, assim, demandar, conseqüentemente, moeda. Carvalho et al, demonstra como essa dinâmica se desenvolve,

[...], enquanto a riqueza não humana pode ser comprada e vendida, o mesmo não ocorre com a riqueza humana, pois não há mercado para esta forma de riqueza, o que a faz menos líquida do que a riqueza não humana. Assim, dado um determinado estoque de riqueza, quanto maior for a participação de riqueza humana no portfólio do indivíduo, maior deverá ser a demanda por moeda de modo a compensar a iliquidez da riqueza humana, e vice-versa. (CARVALHO et al, 2007, p. 81-82).

As duas primeiras variáveis da função de demanda por moeda, está relacionada à origem da riqueza, se humana ou não humana, e a proporção entre essas riquezas. A terceira variável está relacionada ao custo de oportunidade de reter moeda, e a conseqüente, perda (ou ganho) de rendimento que poderia ser obtido com outro ativo que geraria algum volume de renda. Essa variável está diretamente associada à taxa de retorno dos ativos financeiros, sejam eles de renda fixa ou de renda variável e ao movimento da taxa de inflação. Segundo Lopes e Rossetti que contribui para a compreensão da formulação de Friedman,

Esse custo é medido em relação às taxas de retorno dos ativos financeiros de renda variável e de renda fixa e ainda com base na taxa esperada de inflação. Ao decidir reter saldos monetários, as unidades familiares estão incorrendo em custos de oportunidades representados pela taxa de retorno, r , que os ativos de renda variável (ações) podem render e pela taxa de juros, i , que pode ser auferida com a aplicação em títulos de renda fixa. Além disso, se a taxa esperada de inflação P^* for positiva, indicando alteração para mais do nível geral dos preços dos bens e serviços disponíveis no mercado, a retenção de ativos monetários importará um custo adicional, representado, neste caso, pela perda do seu poder real de compra. (LOPES; ROSSETTI, 1993, p. 101).

Por fim, a última variável relacionada à demanda por moeda das unidades familiares, compreendidas por Friedman, decorre de outros fatores econômicos e não econômicos que, afetam a demanda por moeda por parte das unidades familiares. São elas, de acordo com Lopes e Rossetti (1993, p. 103)

- Estrutura de distribuição da renda;
- Regimes de mercado prevalentes no quadro da oferta de bens e serviços e de fatores de produção;
- Graus de incerteza quanto ao futuro;
- Expectativas quanto à ocorrência de manifestações anormais, como guerras e crises econômicas agudas;
- Grau de estabilidade da ordem político-institucional;
- Variáveis localizadas no âmbito da psicologia social;
- Estruturas de valores sociais e éticos predominantes.

Essas variáveis que afetam a demanda por moeda por parte das unidades familiares, correspondem a questões de natureza econômica, em sua maior parte, porém, fatores subjetivos, não econômicos, de natureza político-social e institucional, possuem capacidade de determinar a demanda por moeda pelas famílias. Contudo, a função de demanda por moeda depende fundamentalmente do nível de riqueza total dos agentes.

Segundo, Lopes e Rossetti (1993) a função de demanda por moeda das unidades familiares, na versão da teoria quantitativa da moeda de Friedman é representada pela seguinte expressão,

$$L_f = f(W, \Omega, i, r, P^*, \mu) \cdot P \quad (1)$$

Onde,

L_f = Demanda de moeda pelas famílias

W = Riqueza total

Ω = Riqueza humana e não humana

i = Taxa de juros (remunera os ativos de renda fixa)

r = Taxa de retorno dos ativos de renda variável

P^* = Taxa de inflação esperada

μ = Outros fatores

P = Nível geral dos preços

Após descrever as variáveis e a função de demanda por moeda das unidades familiares, o passo seguinte no processo de construção da demanda total é descrever as variáveis e a função de demanda por moeda das empresas. Friedman (1997, p. 244) diz que, “[...] a moeda é possuída também por empresas como um recurso produtivo”. Neste caso, cabe a colocação das variáveis que compõe a demanda por moeda das empresas,

Em primeiro lugar, as empresas veem a moeda como um elemento que interage com os seus fatores de produção e não apenas como um ativo líquido em sua carteira, que pode ser transformado em outras formas de ativo (e vice-versa). Em segundo, como Proxy da riqueza total das empresas que podem ser usados alguns indicadores relacionados à produção, como valor adicionado líquido, valor bruto de produção, volume de vendas etc., ainda que nenhum se revele um substituto perfeito para o conceito de riqueza total. Em terceiro, a divisão da riqueza entre a forma humana e não humana não tem relevância especial para as empresas de negócio, já que elas normalmente compram os serviços de ambas às formas de mercado. [...] Em quarto, as taxas de retorno da moeda e de ativos alternativos são altamente relevantes para elas, pois essas taxas determinam o custo da retenção de saldos monetários. (CARVALHO et al, 2007, p. 83-84).

A função demanda por moeda das empresas é muito próxima da função demanda pelas unidades familiares, apresentando diferenças em relação ao conceito de riqueza total, a relevância, ou não, da diferença entre riqueza humana e não humana e, as taxas de retorno dos ativos. A função demanda por moeda das empresas é expressa na seguinte fórmula, de acordo com Lopes e Rossetti (1993),

$$L_e = f(Y, r, i, P^*, \mu) \cdot p \quad (2)$$

Onde,

L_e = Demanda de moedas pelas empresas

Y = Renda Nacional

r = Taxa de retorno dos ativos de renda variável

i = Taxa de juros (remunera os ativos de renda fixa)

P^* = Taxa de inflação esperada

μ = Outros fatores

p = Nível geral dos preços

Deste modo, a união entre a demanda por moedas das famílias (L_f) e a demanda por moedas das empresas (L_e), formam a demanda agregada (L) na versão de Friedman,

$$L = L_f + L_e \quad (3)$$

Considerando que as duas funções de demanda por moeda (das famílias e das empresas), possuem mesmas variáveis explicativas é possível assim realizar simplificação da função de demanda agregada por moeda.

Como as duas funções praticamente possuem o mesmo conjunto de variáveis, W e Y podem ser representados por Y , isso, admitindo que a definição das duas riquezas como análogo, deste modo, a variável Y não provocaria distorções. Cabe aqui colocar que se μ e Ω não são quantificáveis, podem ser subtraídas do modelo, objetivando a simplificação, e as taxas de juros e de retorno dos ativos podem ser representados por uma única variável (i), pois, representará a taxa real de retorno de todos os ativos do mercado financeiro. Desse modo:

$$L = f(Y, i, P^*), \text{ sendo } dL/dY > 0, \quad dL/di < 0 \quad dL/dP^* < 0 \quad (4)$$

Mas, se considerarmos os preços estáveis, ou seja, inexistência de inflação, as expectativas de mudança de estabilidade econômica seriam iguais à zero, deste modo não teria sentido termos no modelo a variável P^* , demonstrando que:

$$L = f(Y, i) \quad (5)$$

Contudo,

[...] estudos empíricos desenvolvidos na década de 60 por Anna Schwartz e Milton Friedman, para a economia norte-americana, mostraram que a elasticidade da demanda de moeda em relação à taxa de juros, não é significativamente diferente de zero. (LOPES E ROSSETTI, 1993, p.90-91).

Por assim dizer, a demanda por moeda só apresenta uma variável significativa (Y) obtendo-se:

$$L = f(Y) \quad (6)$$

Ao referir-se a expressão (6), Friedman pode perceber que seu estudo embora mais elaborado e analítico, ratificou o pressuposto básico da TQM, de que a demanda por moeda depende fundamentalmente da renda.

Portanto, na reformulação da Teoria Quantitativa da Moeda (TQM) a partir da abordagem de Cambridge, Friedman se diferencia das propostas de Keynes, ao propor um novo olhar sobre os motivos pela preferência da liquidez, ao destacar a demanda de moeda pelas famílias e pelas empresas. E nesse processo de diferenciação, Friedman, reabilita a TQM reafirmando que a demanda por moeda é em função da renda marcando sua posição em relação à teoria keynesiana que aborda versão alternativa a essa função clássica de demanda por moeda.

1.2.2 Teoria da Política Monetária

Após ser apresentada a reinterpretação de Milton Friedman sobre a Teoria Quantitativa da Moeda, o passo seguinte é apresentar a evolução dos fundamentos teóricos que orientam a formulação da teoria sobre o papel da política monetária. Para isso, Milton Friedman argumenta o que a política monetária pode ou não fazer e como ela deve ser conduzida, apresentando princípios teóricos que justificam suas ideias.

O período histórico, décadas de 1950 e 1960, em que Friedman debate mais firmemente seu pensamento sobre política monetária, é caracterizado pela dominância do pensamento teórico desenvolvido por Keynes e seus seguidores, caracterizados pelo predomínio da política fiscal em relação às demais políticas econômicas.

A discussão que se desenvolve entre economistas, acadêmicos e de mercado, e os *policy makers*, está no modo como se alcançará as principais metas da política econômica, que são: crescimento contínuo da economia, um baixo nível da taxa de desemprego e, principalmente, a estabilidade do nível de preços. Diante desse contexto, Friedman começa destacando duas limitações da política monetária,

Do mundo infinito da negação, selecionei para discutir duas limitações da política monetária:

1. ela não pode controlar a taxa de juros por mais do que períodos muito limitados;
2. ela não pode controlar a taxa de desemprego por mais do que períodos muito limitados. (FRIEDMAN, 1997, p. 255).

A primeira limitação a ser discutida, diz respeito ao controle da taxa de juros. Friedman critica a suposição de que o aumento na quantidade de moeda, em poder do

público, possa afetar a taxa de juros. Suposição essa, baseada na curva de preferência pela liquidez negativamente inclinada. De modo que, o público seria levado a manter uma maior quantidade de moeda em posse devido a uma menor taxa de juros. Entretanto, Friedman destaca que,

A maior taxa de expansão monetária estimulará o gasto, tanto por meio do impacto sobre o investimento de taxas de juros de mercado mais baixas como por meio do impacto sobre outros gastos e, portanto sobre os preços relativos de saldos de caixa mais altos do que os desejados. Mas o gasto de uma pessoa é a renda de outra. A elevação da renda elevará a curva de preferência pela liquidez e a demanda por empréstimos; pode também elevar os preços, o que reduziria a quantidade real de moeda. (FRIEDMAN, 1997, p. 256).

Para além dos três efeitos descritos na citação acima, Friedman observa outro efeito do movimento de expansão monetária na economia via alteração da taxa de juros,

Um quarto efeito, quando ocorrer – e se ocorrer –, irá ainda mais longe, e significa precisamente que uma maior taxa de expansão monetária corresponderá a um patamar mais alto, e não mais baixo, de taxas de juros do que teria prevalecido em outras condições. (FRIEDMAN, 1997, p. 256).

Esse efeito se deve a maior pressão por elevação dos gastos públicos em geral, gerando aumento no nível de preços e, conseqüentemente, aumento das taxas de juros cobradas pelos emprestadores, fazendo com que a autoridade monetária responda a essa ascensão dos preços com aumento na taxa de juros.

Desse modo, Friedman demonstra a limitação da política monetária em controlar a taxa de juros em períodos mais longos. A determinação da taxa de juros surte efeito em um período curto, cerca de um ano, até que os agentes econômicos se reorganizam e passam a praticar níveis de taxas de juros de mercado mais elevados em comparação com a taxa fixada pela autoridade monetária.

A outra limitação da política monetária proposta por Friedman, diz respeito à tentativa da autoridade monetária de controlar a taxa de desemprego. A ideia em torno da política monetária, sobre a capacidade dela de controlar a taxa de desemprego entende que, uma expansão monetária tende a estimular o emprego, enquanto que, uma contração monetária tende a desestimular o emprego. Logo, é possível reduzir a taxa de desemprego com políticas monetárias expansionistas. A discussão realizada por Friedman aqui, está no tempo do uso dessa política como instrumento promotor da regulação da taxa de desemprego na economia.

Para isso, Friedman (1997) começa argumentando que sempre haverá um nível de desemprego na economia consistente com as características estruturais e institucionais do mercado de trabalho e do mercado de bens e serviços. Desse modo, Friedman introduz na discussão da segunda limitação da política monetária o conceito de “Taxa Natural de Desemprego”. Este conceito norteará a discussão proposta por ele, referente ao uso da política monetária como mecanismo de controle da taxa de desemprego. O conceito de taxa natural de desemprego, proposto por Friedman, diz que,

A “taxa natural de desemprego”, em outras palavras, é o nível que seria produzido pelo sistema walrasiano de equações de equilíbrio geral, desde que nelas sejam embutidas as reais características estruturais dos mercados de trabalho e de mercadorias, inclusive as imperfeições de mercado, a invariabilidade estocástica nas ofertas e demandas, o custo de reunir informações sobre postos de trabalho, os custos de mobilidade, e assim por diante. (FRIEDMAN, 1997, p. 259).

Ainda na formação do entendimento do conceito de taxa natural e sua correspondente verificação prática, a teoria destaca que,

[...] a taxa corrente de desemprego corresponde à taxa natural de desemprego quando o conjunto de trabalhadores (empregados ou não) está obtendo satisfação plena. A hipótese da taxa natural pode ser resumida na noção de que existe um único ponto de desemprego (friccional e voluntário) de equilíbrio na economia em que os agentes têm as suas preferências satisfeitas. Será visto que quando a economia se encontra em posição de desequilíbrio, isto é, a sua taxa corrente de desemprego é diferente da taxa natural, existirão trabalhadores cujas preferências não estão sendo satisfeitas. (CARVALHO et al, 2007, p. 114).

Diante da proposição conceitual da taxa natural de desemprego, quando a taxa de desemprego da economia for igual a sua taxa natural, vigorará apenas o desemprego friccional e o desemprego voluntário. De acordo com Carvalho et al,

O desemprego voluntário é aquele em que os trabalhadores estão decididamente desempregados porque consideram que não vale a pena trabalhar pelo salário real que lhes é oferecido.

O desemprego friccional é aquele em que os trabalhadores estão apenas temporariamente desempregados, isto é, estão em transição entre um emprego e outro. (CARVALHO et al, 2007, p. 114).

Considerada as condições estruturais e institucionais do mercado de trabalho e do mercado de bens e serviços, Friedman (1997) afirma que a taxa natural de desemprego não é “imutável”, nem “inalterável”, e que mudanças estruturais e institucionais ou em

gostos e preferências dos agentes econômicos podem modificar a taxa natural de desemprego.

A formulação teórica da taxa natural de desemprego, por Friedman, pode ser compreendida como uma resposta ao domínio teórico da Curva de Phillips². Milton Friedman em seus estudos compreende a importância da contribuição teórica dada por Phillips, entretanto, argumentava que ela continha um problema em sua concepção. Esse problema consistia em não distinguir os salários nominais dos salários reais. Diz Friedman,

A análise de Phillips da relação entre desemprego e variação salarial é merecidamente celebrada como uma contribuição importante e original. Mas, infelizmente, ela contém um defeito básico – não faz distinção entre salários nominais e salários reais –, exatamente como a análise de Wicksell não fazia distinção entre taxas nominais de juros e taxas reais de juros. Implicitamente, Phillips escreveu seu artigo para um mundo em que todos esperavam que os preços nominais fossem estáveis e em que essa previsão permaneceria firme e imutável independentemente do que acontecesse com os preços e salários reais. (FRIEDMAN, 1997, p. 259.)

Colocado a interpretação sobre a Curva de Phillips, Friedman apresenta como resposta a Taxa Natural de Desemprego. Mas, como a autoridade monetária se comportaria diante dessa limitação da política monetária em relação à taxa de desemprego?. A primeira conclusão a que Friedman (1997) chega, está em saber qual é a taxa natural da economia. Logo, não é possível conduzir uma política monetária, destinada a reduzir a taxa de desemprego, sem saber realmente qual a taxa natural de desemprego da economia. Friedman (1997, p. 261) afirma que, “[...] há sempre um *trade-off* temporário entre inflação e desemprego; não há *trade-off* permanente”. Por fim, sobre a segunda limitação da política monetária, mas, aplicada também a primeira limitação, Friedman diz que,

[...] a autoridade monetária controla quantidades nominais – diretamente, a quantidade de seu próprio passivo. Em princípio, ela pode usar esse controle para determinar uma quantidade nominal – a taxa de câmbio, o nível de preços, o nível nominal da renda nacional, a quantidade de moeda segundo essa ou aquela definição – ou determinar a taxa de variação de uma quantidade nominal – a taxa de inflação ou de deflação, a taxa de crescimento ou de redução da renda nacional nominal, a taxa de crescimento da quantidade de moeda. Ela não pode usar seu controle sobre quantidades nominais para

² Conceito teórico desenvolvido pelo economista William Phillips que representa um *trade-off* entre inflação e desemprego.

determinar uma quantidade real – a taxa real de juros, a taxa de desemprego, o nível de renda nacional real, a quantidade real de moeda, a taxa de crescimento real da renda nacional ou a taxa de crescimento real da quantidade de moeda. (FRIEDMAN, 1997, p. 262).

A incapacidade metodológica de determinar precisamente as quantidades reais limita a ação da autoridade monetária, dado que ela precisará criar margens em suas previsões para absorver o dado real. Desse modo, explicitam-se as limitações da política monetária em controlar a taxa de juros e a taxa de desemprego por períodos longos.

Contudo, o trabalho de Friedman sobre o papel da política monetária não se limita ao que ela não pode fazer. O que a política monetária pode fazer, faz parte da evolução teórica desenvolvida por Friedman. Para isso, ele destaca três pontos que mostram o que a política monetária pode fazer.

O primeiro ponto definido por Friedman (1997, p. 263), é “[...] impedir a própria moeda de ser uma fonte importante de perturbação econômica”. Em um mundo onde a moeda é parte da vida econômica dos indivíduos e instituições públicas e privadas, evitar erros é de suma importância. Nesse ponto, a autoridade monetária possui a responsabilidade de fazer com que a moeda não seja fonte de instabilidades para o sistema. Sendo assim, cabe à autoridade monetária criar métodos para, continuamente, monitorar e aprimorar os mecanismos de avaliação e solução de problemas relacionados à política monetária.

Como segunda proposta sobre o que a política monetária pode fazer Friedman (1997, p. 264), diz que a política monetária pode “[...] fornecer um pano de fundo estável para a economia, [...]”. Com esse argumento, Friedman reafirma o primeiro ponto e, amplia a questão em torno da responsabilidade na condução da política monetária. A regra básica para o encaixe correto desses dois primeiros pontos reside na necessidade de ser executada uma política monetária transparente, sinalizando para os agentes econômicos a credibilidade na autoridade monetária e na política monetária proposta. Ao agir dessa forma o sistema econômico funcionará melhor, com maior confiança e, principalmente, com maior estabilidade.

Por fim, no terceiro ponto Friedman (1997, p. 265), afirma que “[...] a política monetária pode contribuir para contrabalançar importantes distúrbios no sistema econômico surgidos de outras fontes”. Neste caso, para enfrentar os “distúrbios” ditos por Friedman, a política monetária poderia ser utilizada controlando o ritmo da

expansão monetária e assim, fazer frente ao problema em questão. O próprio autor destaca a incapacidade dos agentes de saber reconhecer um distúrbio, sua magnitude e definir, de imediato, uma resposta a esse “distúrbio”,

Nós simplesmente não sabemos o suficiente para sermos capazes de reconhecer pequenos distúrbios quando eles ocorrem ou para sermos capazes de prever com alguma precisão nem quais serão seus efeitos nem qual é a política monetária necessária para contrabalançá-los. Não sabemos o suficiente para sermos capazes de atingir os objetivos estabelecidos por meio de mudanças delicadas, ou mesmo duros, no mix de política fiscal e monetária. (FRIEDMAN, 1997, p. 266).

Diante do exposto cabe apenas reconhecer a limitação dos agentes econômicos e, principalmente, da autoridade monetária em realizar movimentações de controle sobre as variáveis. Essa limitação se deve, basicamente, ao fato de não poder controlar as variáveis reais na economia. Logo, cabe à autoridade monetária se manter na tarefa em que é mais hábil, trabalhar para manter o controle do nível de preços, como destaca Moraes Jr.,

Como a autoridade monetária não teria controle sobre variáveis reais como a taxa de juros real e a taxa de desemprego, ao menos de forma duradoura, melhor seria, segundo a prescrição friedmaniana, que a autoridade monetária se concentrasse no controle do nível de preços. Para evitar que a moeda se transformasse numa fonte de distúrbio econômico, propunha-se a adoção de uma meta anunciada de crescimento do agregado monetário que melhor se adequasse a uma função de demanda por moeda estável. Essa taxa, que produziria uma quantidade ótima de moeda no sistema, deveria acompanhar o crescimento do produto real e a elasticidade-renda da demanda por moeda. (MORAES JR. 1994, p. 142).

Por último no desenvolvimento teórico sobre o papel da política monetária, Milton Friedman trata da condução da política monetária. Para isso, ele propõe duas condições para a melhor condução da política monetária.

A primeira condição diz respeito a variável que a política monetária é capaz de controlar. Friedman (1997) orienta a autoridade monetária a escolher alguma variável que pode controlar, para melhor conduzir a política monetária. Como sugestão ele sugere a taxa de câmbio, o nível de preços ou algum agregado monetário.

A segunda condição relaciona-se com mudanças abruptas na condução da política monetária. A principal justificativa de Friedman (1997) para essa condição está no tempo que leva entre a ação da autoridade monetária e os efeitos subsequentes dessas

ações. Esse período pode acabar gerando perturbações econômicas e, consequentemente, estabelecendo ambiente econômico instável.

Finalmente, Friedman resume o esforço teórico de propor uma teoria sobre o papel da política monetária em uma simples reflexão, “Ao estabelecer para si um curso estável e manter-se nele, a autoridade monetária poderia dar uma importante contribuição para promover a estabilidade econômica” (FRIEDMAN, 1997, p. 269).

Ao desenvolver seu pensamento teórico, Friedman se contrapõe ao pensamento teórico keynesiano, de moeda não neutra e capaz de alterar as variáveis reais da economia, dominante entre economistas acadêmicos e de mercado nas décadas de 1940 até 1970. Dessa forma, Friedman demonstra que a política monetária, em curto prazo, pode promover aumento da renda agregada e a queda da taxa de desemprego. Porém, ele mostra que no médio e longo prazo a política monetária não consegue manter o controle sobre essas variáveis e começa a causar distúrbios na economia tais como, aumento da inflação, redução do nível de investimento produtivo, levando a aumento do desemprego e queda do nível da renda agregada. Isso se deve ao fato da política monetária, isoladamente, não ser capaz de garantir o contínuo estímulo econômico, sendo necessária a atuação das demais políticas econômicas. Para este trabalho assume-se a posição monetarista, baseada nos princípios desenvolvidos por Milton Friedman sobre a política monetária.

No próximo capítulo tratar-se-á da inflação, do regime de metas de inflação, da operacionalidade e dos instrumentos da política monetária. Neste capítulo, o objetivo é apresentar os conceitos técnicos sobre a inflação e os mecanismos de operação da política monetária utilizados pelas autoridades monetárias, que complementam o pensamento teórico apresentado ao longo deste capítulo.

2. INFLAÇÃO, REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO E OPERACIONALIDADE DA POLÍTICA MONETÁRIA.

Este capítulo tem por objetivo apresentar o conceito de inflação e os principais tipos de inflação, considerando que existem sete tipos de inflação, o regime de metas de inflação e a formulação teórica da operacionalidade da política monetária. Esses conceitos, técnico-científicos, complementam o arcabouço teórico da teoria da política monetária. Desse modo, a compreensão desses conceitos permite a formulação de políticas monetárias mais eficientes e, conseqüente, estabilidade monetária.

2.1 Tipos de inflação

Para iniciar a discussão em torno dos tipos de inflação, é necessário, primeiramente, conceituar o fenômeno da inflação. De modo simples e direto, Sandroni (2010, p. 426) define inflação como “aumento persistente dos preços em geral, de que resulta uma contínua perda do poder aquisitivo da moeda”. Nessa mesma direção, Vasconcellos trás o conceito de inflação com um pouco mais de argumentação,

A inflação pode ser conceituada como um aumento contínuo e generalizado no nível geral de preços. Ou seja, os movimentos inflacionários são dinâmicos e não podem ser confundidos com altas esporádicas de preços. Devem também ser generalizados, porque a maioria dos preços deve ser sincronizada numa escala altista. (VASCONCELLOS, 2009, p. 338).

Deste modo, o conceito de inflação fica estabelecido como citado anteriormente, como sendo um aumento generalizado e persistente do nível geral de preços. Diante do exposto, cabe mostrar aqui alguns dos tipos de inflação que ocorrem na economia.

2.1.1 Inflação de Demanda

Dentre as causas da inflação, o motivo mais aceito e trabalhado pelos economistas, é que a causa básica da inflação é um excesso de demanda agregada em relação à oferta agregada. O conceito mais explicativo da inflação de demanda pode ser encontrado em Lopes e Rossetti onde,

[...], a inflação de demanda é impulsionada pela elevação das quantidades de bens e serviços que os consumidores estão dispostos e aptos a adquirir aos níveis de preços correntes. Se a essa elevação não corresponder uma expansão equivalente da oferta agregada, os preços

tendem a ser pressionados para cima, a taxas consideradas como inflacionárias. Em suma, existe um excesso de demanda em relação aos bens e séricos disponíveis. (LOPES; ROSSETTI, 1993, p. 315).

Cabe destacar que existem algumas causas para a ocorrência da inflação de demanda na economia. Uma dessas causas é o aumento da renda disponível. Esse aumento de renda pode ocorrer por meio de aumentos reais dos salários ou mesmo pela redução da carga tributária, deixando uma maior parcela da renda à disposição dos indivíduos.

Outro motivo que pode causar inflação de demanda é o aumento dos gastos públicos. Considerando que o governo é um dos agentes que demandam bens e serviços na economia, um aumento dos gastos públicos pressiona o nível de demanda agregada. Esse processo de expansão dos gastos públicos, sem correspondente expansão da oferta agregada, provoca desequilíbrio no mercado de bens e serviços gerando inflação.

A expansão do crédito e a redução das taxas de juros, também são motivos causadores de inflação. Quando o crédito é abundante há uma tendência a aumento do consumo, dado a facilidade de obter recursos. Esse aumento de crédito também impulsiona o investimento. A redução das taxas de juros estimula o consumo, devido ao menor custo de obter empréstimos e também estimula a aplicação de recursos em estoque.

Esse e outros motivos podem ser causadores da inflação de demanda. Observa-se que, os argumentos apresentados sobre as causas da inflação estão relacionados à quantidade de moeda a disposição do público. Segundo, Souza (2001, p. 30) que discute as causas da inflação, “[...] a inflação seria causada pelo aumento da quantidade de moeda em circulação e, assim, seria classificada como inflação de demanda”. O consenso do *mainstream* econômico vigente consiste na noção de que, a inflação seria um fenômeno monetário. Por isso que, as causas da inflação de demanda estão relacionadas à disponibilidade de recursos monetários na economia.

2.1.2 Inflação de Custo/Oferta

A segunda alternativa, tratada teoricamente, sobre as causas do aumento generalizado e contínuo dos preços é a inflação de custos, também, chamada de inflação de oferta. Neste caso, a inflação é gerada no âmbito da oferta agregada, via um aumento

dos custos de produção que são repassados aos preços finais dos bens e serviços. Lopes e Rossetti conceitua a inflação de custos como,

O tratamento teórico da inflação de custos – embora se reconheça que a persistência e a propagação de qualquer inflação dependam, em última instância, da expansão do suprimento monetário – admite que as causas iniciais do processo se encontrem no âmbito da oferta agregada, cujos deslocamentos resultam de mudanças nos salários, nos custos de matérias-primas ou da tentativa de aumentar os lucros. (LOPES; ROSSETTI, 1993, p. 322).

Dessa forma, têm-se muitos fatores que podem fazer com que a inflação de custos seja responsável pelo aumento contínuo e generalizado dos preços. Um desses fatores é a taxa de juros na captação de recursos para aplicação na atividade produtiva. Como muitos empresários trabalham com recursos de terceiros, então, a taxa de juros a ser paga para esse capital de terceiros representa aumento dos custos de produção, que repassados para os preços finais provoca inflação.

A desvalorização cambial e a alta dos preços externos, também, podem causar inflação de custos. Isso por que, com a desvalorização cambial as matérias-primas, as máquinas e equipamentos importados encarecem promovendo aumento dos custos produtivos. Já no caso da alta dos preços externos, o aumento da inflação de custos se dá pela necessidade de importar determinados produtos necessários a produção doméstica, pressionando assim, os custos e os preços finais.

O componente que se destaca como fator de elevação dos preços por causa da inflação de custos são os salários e encargos trabalhistas. De acordo com Lopes e Rossetti, que trabalharão melhor esse fator,

A inflação de custos originada em aumentos reais das taxas salariais pressupõe que estas, em virtude de pressões sindicais (social e politicamente amparadas), incorporem reajustamentos superiores à eventual expansão dos índices do custo de vida, adicionados de aumentos reais superiores à estimativa dos acréscimos da produtividade da mão-de-obra. A existência de pressões que resultem elevações salariais desse tipo é, em geral, decorrente de negociações coletivas conduzidas por sindicatos organizados e poderosos. É evidente que, na base desse argumento, se encontra a suposição de que as elevações generalizadas de custos de produção se incorporem, como regra geral, aos preços de mercado da oferta global. (LOPES; ROSSETTI, 1993, p.322).

Essa situação gerada pelas negociações salariais entre sindicatos e empresários, afeta diretamente o preço final do produto. Ao custo da mão de obra soma-se ainda o aumento de impostos. Ao aumentar a tributação sobre a atividade produtiva, o governo pressiona os custos da produção. O produtor então repassa esse aumento de imposto para o preço final do bem e/ou serviço gerando mais inflação.

Desta forma, as duas causas clássicas da inflação se definem. A inflação de demanda se dá devido ao aumento de demanda agregada sobre a oferta agregada e a inflação de custos se dá via a pressão dos custos e o consequente repasse para os preços finais.

2.1.3 Inflação Inercial/Estrutural

Para além das duas possibilidades clássicas assumidas pela Ciência Econômica, desenvolveram-se fora dos grandes centros de pensamento econômico, algumas outras interpretações sobre o fenômeno inflacionário, principalmente, durante períodos de altas taxas de inflação.

As duas interpretações aqui apresentadas, além das interpretações clássicas da inflação de demanda e de custos, são a inflação estrutural e a inflação inercial, característica das economias latino-americanas na segunda metade do século XX.

A abordagem da inflação estrutural é resultado das pesquisas desenvolvidas na Comissão Econômica Para a América Latina (Cepal), durante as décadas de 1950, 1960 e 1970, como tentativa de explicar a inflação crônica vivida pelas economias latinas. Nesse contexto, os pesquisadores da Cepal desenvolveram o arcabouço teórico denominado “Estruturalismo”. Essa denominação se dá devido às características estruturais das economias da América Latina, que constituem fonte de desestabilização política, econômica e social.

Uma dessas características era a inflação crônica que não respondia aos métodos ortodoxos de combate a inflação. Diante deste quadro, os pesquisadores da Cepal desenvolveram pesquisas e explicaram que a inflação estrutural na América Latina se deve a dois fatores específicos, de acordo com Rangel, que estuda a inflação nas economias latino-americanas,

Os estruturalistas explicaram a elevação autônoma dos preços pela existência de certos pontos de estrangulamento na economia, notadamente, pela insuficiência da capacidade para importar e pela inelasticidade da oferta do setor agrícola. (RANGEL, 1986, p. 27)

Esses dois fatores constituem a base do processo inflacionário vivido pelo Brasil e demais economias latinas. Entretanto, cabem acrescentar aqui outros dois fatores, a distribuição desigual da renda e a rigidez dos orçamentos públicos, ao arcabouço estruturalista da inflação. O que se observa é uma correlação entre estes fatores e a inelasticidade da oferta de bens e serviços, principalmente, nos países que fazem uso de políticas intervencionistas para acelerar o crescimento econômico. Desta forma, Lopes e Rossetti apresentam essa correlação como dinâmica favorável à aceleração da inflação,

Nesses países, a estrutura da oferta global não se ajusta com facilidade às mudanças que se operam nos padrões da demanda global. Há uma rigidez particularmente pronunciada na infra-estrutura da economia, a qual, por sua vez induz uma falta de flexibilidade da produção, especialmente na agricultura, em que quaisquer mudanças estruturais são dificultadas pela organização social existente. Integra-se a esse quadro a baixa mobilidade dos recursos de produção, em especial a oferta de trabalho, além do desenvolvimento oligopolista ou monopolista das indústrias modernas, favorecido pela atuação protegida das empresas multinacionais. A todos esses fatores adicionam-se as disparidades estruturais quanto à repartição da renda pessoal e à consequente estrutura da demanda agregada. (LOPES; ROSSETTI, 1993, p. 330)

Observado a correlação entre os fatores, têm-se, especificamente, o reconhecimento de que as condições que alimentam o processo inflacionário estão além do fenômeno monetário. Desta feita, tentar controlar a inflação com os métodos tradicionais, como elevação da taxa de juros, não controlará a inflação. Neste caso, para controlar a inflação e promover avanço na produção e distribuição de bens, seria necessário mudanças na estrutura institucional e na infra-estrutura logística e produtiva para alcançar a estabilidade macroeconômica e o crescimento e desenvolvimento econômico, conforme argumenta os estruturalistas.

A abordagem da inflação inercial pode ser compreendida como parte da abordagem estruturalista da inflação, porém, colocada como uma nova etapa teórica de características que se acentuaram na crise vivida pelo Brasil na década de 1980, chamada de “década perdida”. Apesar do reconhecimento do caráter estrutural da inflação em período anterior, os teóricos que pesquisavam a inflação no Brasil e na

América Latina perceberam que fatores outros estavam determinando o ritmo de aceleração da inflação.

Neste contexto a diferença posta pelos teóricos que explicam a inflação inercial, começa com a explicação do caráter inercialista do processo inflacionário. Para essa explicação, Bresser-Pereira examina as principais características da inflação inercial e a distinção entre os fatores aceleradores e mantenedores da inflação inercial,

A inflação tende a se manter em dado patamar, independentemente da existência de excesso de demanda ou de choques de oferta, em função da capacidade de cada agente econômico de repassar automaticamente seus aumentos de custos para preços, nos quadros de um processo generalizado de conflito distributivo. O caráter oligopolizado e estatizado das economias modernas, a existência de sistemas de indexação e principalmente a prevalência de taxas de inflação relativamente altas são fatores que acentuam o caráter inercial desta. (BRESSER-PEREIRA, 1986, p. 10)

O movimento inercial se dá a partir da compreensão dos agentes econômicos da existência de condições estruturais e conjunturais que lhes permite repassar para os preços finais, não apenas a alta dos custos, mas, as expectativas para a inflação futura. De forma generalizada o repasse de expectativas aos preços finais alimenta o ciclo inflacionário inercial. Segundo Bresser-Pereira, que relaciona diretamente a inflação com a distribuição de renda,

Quanto maior é a taxa de inflação, mais claro se tornam para todos os agentes econômicos os efeitos da elevação dos preços sobre a renda de cada um. A ilusão monetária desaparece. Em consequência, mais agudo se torna o conflito distributivo e mais inercial a inflação. (BRESSER-PEREIRA, 1986, p. 17)

Dentro da dinâmica da inflação inercial e do tratamento teórico dado, cabe aqui apresentar os dois fatores, aceleradores e mantenedores, que compõe o mecanismo de perpetuação da inflação inercial. De acordo com Lopes e Rossetti, que trabalham o tema de forma mais explicativo,

Os fatores aceleradores associam-se às concepções ortodoxas, segundo as quais a inflação tem origem, por um lado, no desequilíbrio dos orçamentos públicos e na sua cobertura via emissão primária de moeda e, por outro lado, em custos expandidos via lucros ou salários. Já os fatores mantenedores partem do pressuposto de que “não se deve perder de vista o fato de que a taxa de inflação em dado momento está fortemente relacionada à taxa de inflação no passado. Em outros

termos, a inflação possui um elevado componente de auto-sustentação ou realimentação automática”. (LOPES; ROSSETTI, 1986, p. 335)

A abordagem inercialista apresenta um mecanismo de retroalimentação da inflação baseada na expectativa dos agentes econômicos sobre a inflação futura e no repasse dessas expectativas aos preços finais, de modo que o comportamento dos preços no futuro já está, fortemente, influenciado pela inflação passada. As características estruturais do mercado e da sociedade contribuem para a formação dessas expectativas que alimentam esse processo.

Tanto a abordagem estrutural quanto a abordagem inercial da inflação estão baseadas nas características estruturais da sociedade latino-americana e, em especial, da sociedade brasileira para explicar o processo de inflação crônica e hiperinflação que essas sociedades viveram em décadas passadas. A própria estrutura e suas forças mantenedoras promovem as condições de reprodução da inflação na sua forma mais perversa e devastadora, provocando o seu atraso econômico e social.

2.2 Regime de Metas de Inflação

As políticas de controle de inflação sempre estiveram na agenda das autoridades econômicas de diversos países. A necessidade de manter o controle sobre o nível de preços mobilizou autoridades e acadêmicos no sentido de, desenvolverem ferramental técnico-científico que, pudessem orientar os formuladores da política monetária o caminho mais eficiente e eficaz de controle da inflação.

Para isso, desenvolveu-se o Regime de Metas de Inflação. De acordo com a definição de Carvalho et al,

Tal regime propõe uma meta de crescimento para algum índice de preços, que é anunciada no início de um determinado período. A meta é estabelecida pelo governo e/ou parlamento e deve ser perseguida pelo banco central cuja política monetária passa a ter um único objetivo: alcançar a meta inflacionária estabelecida. (CARVALHO et al, 2007, p. 139)

Desta forma, o regime de metas de inflação compreende o reconhecimento de que o objetivo da política monetária é a manutenção de uma taxa de inflação baixa e estável. Para atingir o objetivo proposto, uma meta numérica para a inflação é determinada, assim como, o período em que a meta inflacionária deve ser alcançada, geralmente o

Banco Central trabalha com metas de um ano. Entretanto, as definições de metas de inflação compreende um intervalo para mais ou para menos onde a taxa de inflação pode flutuar, para compreender melhor esse movimento, Giambiagi et al (2011, p. 177) mostra que, “o sistema de metas trabalha com uma margem de tolerância, acima ou abaixo da meta, para acomodar possíveis impactos de variáveis exógenas, procurando evitar grandes flutuações do nível de atividade”.

Dentro da discussão envolvendo o regime de metas de inflação, defensores desse sistema o defendem argumentando que,

Tal estrutura de política monetária, segundo os defensores do regime de metas de inflação, aprimora a comunicação entre o público, o setor empresarial e os mercados, por um lado, e os *policy makers*, de outro. Também proporciona disciplina, prestação de contas ao público, transparência e alguma flexibilidade à política monetária. A chamada *credibilidade* é fundamental na condução da política monetária para evitar problemas relacionados à inconsistência temporal, ou seja, busca de resultados imediatos e temporários em termos de nível de produto em detrimento de perdas duradouras (isto é, mais inflação). (CARVALHO et al, 2007, p. 140)

Como observado o regime de metas de inflação não se limita a propor um caminho para o controle da inflação. Ele fomenta a transparência da política monetária e o trabalho com responsabilidade, para evitar que a política monetária seja geradora de desequilíbrios na economia.

Para o caso do Brasil, o regime de metas de inflação, foi instituído pelo Decreto nº 3.088, de 2 de junho de 1999, pelo então Presidente da República Fernando Henrique Cardoso, tendo como Ministro da Fazenda Pedro Malan e, como Presidente do Banco Central, o economista Armínio Fraga (GAMBIAGI et al, 2011).

A adoção do regime de metas inflação veio em contexto de muita instabilidade econômica, tanto interna, com ameaça de retorno da alta da inflação, quanto externa, onde países passavam por crises de especulação cambiais. Com a chegada de Armínio Fraga na Presidência do Banco Central em 1999 e a adoção do regime de metas, buscou-se promover ambiente econômico estável. Segundo Fraga, que relata a escolha do regime de metas e fala sobre as incertezas da economia no ano de 1999,

A opção pelo sistema de metas para a inflação em momento de crise e incerteza refletiu uma enorme preocupação com o risco de perda de

controle sobre as expectativas de inflação. Num país com nossa história de inflação, tal descontrole traria consigo a ameaça da reindexação e o pesadelo do retorno à instabilidade que existia antes do Plano Real. A explicitação de metas nos pareceu um bom caminho para comprometer as ações de governo com seus objetivos de médio e longo prazo e, em caso de sucesso, começar a acumular um precioso capital de credibilidade. (FRAGA, 2011, p. 26)

O relato de Armínio Fraga citado acima descreve a intenção das autoridades político e econômico com a adoção do regime de metas de inflação. Para alcançar os objetivos propostos com a adoção das metas de inflação, o índice de preços escolhido foi o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

Ainda dentro do decreto que instituiu o regime de metas de inflação como alvo da política monetária, o órgão responsável por definir qual a meta e as margens de flutuação da taxa de inflação é o Conselho Monetário Nacional (CMN), composto pelo Presidente do Banco Central, pelo Ministro da Fazenda e o Ministro do Planejamento. Logo, as decisões do Comitê de Política Monetária (COPOM), que é composto pelos diretores do BC e se reúne a cada 45 dias para definir a taxa básica de juros (SELIC), passaram a ser voltadas para o cumprimento das metas de inflação determinadas pela CMN (GIAMBIAGI et al, 2011). Na tabela a seguir é possível verificar a meta, os intervalos da meta de inflação e a inflação efetiva para os anos já apurados.

Tabela 1- Histórico de Metas Para a Inflação no Brasil (1999-2018)

Ano	Norma	Data	Meta (%)	Banda (p.p.)	Limites Inferior e Superior (%)	Inflação Efetiva (IPCA % a.a.)
1999			8	2	6-10	8,94
2000	Resolução 2.165	30/6/1999	6	2	4-8	5,97
2001			4	2	2-6	7,67
2002	Resolução 2.744	28/6/2000	3,5	2	1,5-5,5	12,53
2003*	Resolução 2.842	28/6/2001	3,25	2	1,25-5-25	9,30
	Resolução 2.972	27/6/2002	4	2,5	1,5-6,5	
2004*	Resolução 2.972	27/6/2002	3,75	2,5	1,25-6,25	7,60
	Resolução 3.108	25/6/2003	5,5	2,5	3-8	
2005	Resolução 3.108	25/6/2006	4,5	2,5	2-7	5,69
2006	Resolução 3.210	30/6/2004	4,5	2	2,5-6,5	3,14
2007	Resolução 3.291	23/6/2005	4,5	2	2,5-6,5	4,46
2008	Resolução 3.378	29/6/2006	4,5	2	2,5-6,5	5,90
2009	Resolução 3.463	26/6/2007	4,5	2	2,5-6,5	4,31
2010	Resolução 3.584	1/7/2008	4,5	2	2,5-6,5	5,91
2011	Resolução 3.748	30/6/2009	4,5	2	2,5-6,5	6,50
2012	Resolução 3.880	22/6/2010	4,5	2	2,5-6,5	5,84
2013	Resolução 3.991	30/6/2011	4,5	2	2,5-6,5	5,91
2014	Resolução 4.095	28/6/2012	4,5	2	2,5-6,5	6,41
2015	Resolução 4.237	28/6/2013	4,5	2	2,5-6,5	10,67
2016	Resolução 4.345	25/6/2014	4,5	2	2,5-6,5	6,29
2017	Resolução 4.419	25/6/2015	4,5	1,5	3,0-6,0	
2018	Resolução 4.499	30/6/2016	4,5	1,5	3,0-6,0	

Fonte: Banco Central do Brasil (2017)

*A Carta Aberta, de 21/1/2003, estabeleceu metas ajustadas de 8,5% para 2003 e de 5,5% para 2004.

O que a Tabela 1 mostra é que a partir da adoção do regime de metas de inflação, o controle inflacionário realizado pelo BC tem apresentado resultado positivo, apresentando pontos fora da curva em alguns anos em que a inflação ficou fora da meta e dos limites propostos, como foi o caso do ano de 2015.

O regime de metas de inflação possui a função de manter as autoridades econômicas sempre vigilantes em relação ao nível geral de preços. Ela exige dessas mesmas autoridades a transparência e a responsabilidade necessária para mostrar aos demais agentes econômicos que a política econômica está no caminho certo e que não será ela a geradora de perturbações ao sistema econômico.

2.3 Operacionalidade da Política Monetária

Apresentadas as contribuições teóricas clássicas sobre a política monetária, os tipos de inflação e o regime de metas de inflação, parte-se agora para o aspecto operacional da política monetária, seus objetivos finais, metas, instrumentos e mecanismo de transmissão. O estudo do aspecto operacional permite visualizar

claramente o funcionamento da política monetária e, as consequências da mesma na economia.

O primeiro ponto a ser trabalhado são os objetivos finais da política monetária. Apesar de não haver um consenso pleno entre os economistas sobre os objetivos finais da política monetária, devido aos princípios teóricos que esses economistas seguem, o Banco Central acaba definindo um objetivo principal para alcançar. Na maior parte dos casos o objetivo principal é a estabilidade de preços. Entretanto, os Bancos Centrais perseguem outros objetivos, como explica Carvalho et al,

O estatuto de muitos bancos centrais estabelece que seu objetivo principal (senão o único) é alcançar a estabilidade de preços. Na prática, contudo, nem sempre isto ocorre, pois muitas vezes prevalece o pragmatismo na condução da política monetária. Considerando que, na realidade, bancos centrais perseguem vários objetivos, além da estabilidade de preços, pode-se supor que entre seus demais objetivos estejam: alto nível de emprego; maior crescimento econômico; estabilidade da taxa de câmbio (dadas as interações entre taxa de juros e taxa de câmbio); prevenção de falências bancárias e manutenção da saúde do sistema financeiro (papel de fiscalizador e emprestador de última instância do sistema); manutenção da confiança dos investidores estrangeiros etc. (CARVALHO et al, 2007, p. 158)

Dessa forma, o Banco Central possui vários objetivos, mas, conserva o foco no objetivo principal que é a estabilidade do nível de preços da economia. Os demais objetivos estão relacionados com as outras funções de competência do Banco Central, como o de fiscalizador do sistema financeiro e regulador do sistema bancário.

Como a atuação da política monetária sobre a economia leva certo tempo, e nesse período a autoridade monetária não sabe a efetividade da política, o BC estabelece metas que vão lhe informando se a política monetária está convergindo ou não para o objetivo estabelecido. A primeira são as metas intermediárias. As metas intermediárias funcionam como sinalização para a autoridade monetária sobre o efeito (ou não) da política monetária na economia. Segundo Carvalho et al (2007), são duas as metas intermediárias: 1) taxa de juros de longo prazo e 2) agregados monetários. A lógica por trás dessas metas é influenciar os objetivos finais da política monetária em busca de assegurar o atendimento dos objetivos estabelecidos para a política monetária.

Entretanto, o BC não possui controle direto sobre as metas intermediárias. Dada essa deficiência, a autoridade monetária estabelece metas operacionais que, possuem o

objetivo de direcionar os seus instrumentos para a obtenção das metas intermediárias. De acordo com Carvalho et al,

O Banco Central, através da mesa de operações de mercado aberto, pode atuar fixando preços, ou seja, a taxa de juros, com o mercado determinando a quantidade de reservas (de moeda); ou então controlando a quantidade de reservas bancárias e, assim, o mercado determinando a taxa de juros. Portanto, são dois tipos de metas operacionais: (a) determinação da *taxa de juros básica de curto prazo* (como a taxa de *overnight*); (b) controle das *reservas bancárias agregadas*. Mudanças nas variáveis operacionais, através dos instrumentos de política, afetam as metas intermediárias. Na passagem das metas operacionais (reservas) para as intermediárias (agregados monetários) opera o multiplicador monetário, em que a base monetária é transformada em um dado volume de meios de pagamento. (CARVALHO et al, 2007, p. 159)

O que fica claro com esse processo de estabelecimento de metas é o esforço feito pelo Banco Central no sentido do cumprimento do objetivo proposto para a política monetária. Nesse caminho são realizadas intervenções que visam à consecução dos objetivos propostos e a ação responsável da autoridade monetária em não permitir que a política monetária seja responsável por distúrbios no sistema econômico.

2.4 Instrumentos de Política Monetária

Os instrumentos de política monetária se apresentam como métodos e meios utilizados no processo de implementação da política monetária que, afetarão as metas operacionais visando alcançar as metas intermediárias. Esses instrumentos são: o recolhimento compulsório, o redesconto de liquidez, as operações de mercado aberto e a formação da taxa (básica) de juros.

2.4.1 Recolhimentos Compulsórios

Os recolhimentos compulsórios constituem-se em um instrumento à disposição do Banco Central para influenciar a quantidade de moeda na economia. São depósitos captados pelos bancos e que devem ser mantidos compulsoriamente no Banco Central. Destaca Carvalho et al que, o conceito deste instrumento de política monetária é,

Os recolhimentos compulsórios são depósitos – sob a forma de reservas bancárias – que cada banco é obrigado legalmente a manter no Banco Central em reserva bancária, sendo calculados como um percentual sobre os depósitos. Tais depósitos podem ser efetuados em espécie (reservas bancárias) ou em títulos indicados pelo Banco Central. Uma de suas principais funções na implementação da política monetária é *estabilizar a demanda por reservas bancárias*, de modo a facilitar a ação do Banco Central na fixação da taxa de juros. (CARVALHO et al, 2007, p. 165)

Esse instrumento apresenta relativa importância na implementação da política monetária. Isso se deve pela capacidade de tirar (ou colocar) a disposição dos bancos recursos para ser colocados à disposição do público. Entretanto, de acordo com Torres (1999), há uma tendência internacional de menor utilização desse instrumento pelos bancos centrais. Isso se deve ao reconhecimento da eficiência da política monetária em algumas economias onde, o papel estabilizador sobre a demanda pelas reservas bancárias é mais significativo do que em outras economias.

Para cumprir o seu papel como instrumento da política monetária, os recolhimentos compulsórios possuem algumas funções que, caracterizam o seu uso no controle do agregado monetário. As principais funções do recolhimento compulsório são:

[...] (a) *fornecimento de liquidez ao sistema bancário*, diminuindo a probabilidade de ocorrência de pânico financeiros; (b) *controle de crédito*, através da influência nas condições em que o mesmo é concedido, uma vez que um aumento no recolhimento compulsório equivale a uma taxa sobre a captação de recursos, aumentando o custo de oportunidade na manutenção de encaixes ociosos; (c) *estabilização da demanda por reservas bancárias*, ao tornar mais fácil e estável o gerenciamento de liquidez por parte de cada banco. (CARVALHO et al, 2007, p. 166)

Para o Brasil, o Banco Central do Brasil está seguindo a tendência global de redução da importância, gradativamente, dos recolhimentos compulsórios.

Tabela 2 - Recolhimentos Compulsórios - Alíquotas

Período	Recursos à vista	Depósitos a prazo	Poupança		Posição venda de câmbio	DI das Soc. De Arrendamento Mercantil	Exigibilidade adicional		
			Habitacional	Rural			Recursos à vista	Depósitos a prazo	Poupança
Anterior ao "Plano Real"	50%	-	15%	15%	-	-	-	-	-
1994 Jul	100% ^{1/}	20%	20%	20%	-	-	-	-	-
Ago	" ^{1/}	30%	30%	30%	-	-	-	-	-
Out	" ^{1/}	"	"	"	-	-	-	-	-
Dez	90% ^{1/}	27%	"	"	-	-	-	-	-
1995 Abr	" ^{1/}	30%	"	"	-	-	-	-	-
Mai	" ^{1/}	"	"	"	-	-	-	-	-
Jul	83%	"	"	"	-	-	-	-	-
Ago	"	20%	15%	15%	-	-	-	-	-
1996 Ago	82%	"	"	"	-	-	-	-	-
Set	81%	"	"	"	-	-	-	-	-
Out	80%	"	"	"	-	-	-	-	-
Nov	79%	"	"	"	-	-	-	-	-
Dez	78%	"	"	"	-	-	-	-	-
1997 Jan	75%	"	"	"	-	-	-	-	-
1999 Mar	"	30%	"	"	-	-	-	-	-
Mai	"	25%	"	"	-	-	-	-	-
Jul	"	20%	"	"	-	-	-	-	-
Set	"	10%	"	"	-	-	-	-	-
Out	65%	0%	"	"	-	-	-	-	-
2000 Mar	55%	"	"	"	-	-	-	-	-
Jun	45%	"	"	"	-	-	-	-	-
2001 Set	"	10%	"	"	-	-	-	-	-
2002 Jun	"	15%	"	"	-	-	-	-	-
Jul	"	"	20%	20%	-	-	-	-	-
Ago	"	"	"	"	-	-	3%	3%	5%
Out	"	"	"	"	-	-	8%	8%	10%
2003 Fev	60%	"	"	"	-	-	"	"	"
Ago	45%	"	"	"	-	-	"	"	"
2008 Mai	"	"	"	"	-	5% ^{2/}	"	"	"
Jul	"	"	"	"	-	10% ^{2/}	"	"	"
Set	"	"	"	"	-	15% ^{2/}	"	"	"
Out	42%	"	"	"	-	"	5%	5%	"
Nov	"	"	"	15%	-	"	"	"	"
2009 Jan	"	"	"	"	-	0% ^{3/}	"	4%	"
Set	"	13,5%	"	"	-	"	"	"	"
2010 Mar	"	15%	"	"	-	"	8%	8%	"
Jun	43%	"	"	16%	-	"	"	"	"
Dez	"	20%	"	"	-	"	12%	12%	"
2011 Abr	"	"	"	"	60% ^{4/}	"	"	"	"
Jun	"	"	"	17%	"	"	"	"	"
Jul	"	"	"	"	60% ^{5/}	"	"	"	"
2012 Jul	44%	"	"	"	" ^{5/}	"	6%	"	"
Set	"	"	"	"	" ^{5/}	"	0%	"	"
Out	"	"	"	"	" ^{5/}	"	"	11%	"
Dez	"	"	"	"	" ^{6/}	"	"	"	"
2013 Jul	"	"	"	18%	0% ^{6/}	"	"	"	"
2014 Jul	45%	"	"	19%	0% ^{6/}	"	"	"	"
Out	"	"	"	13%	"	"	"	"	"
2015 jun	"	"	24,5%	15,5%	"	"	"	"	5,5%
Ago	"	25% ^{7/}	"	"	"	"	"	"	"
2017 Jan	"	36% ^{8/}	"	"	"	"	0% ^{8/}	"	"

Fonte: Banco Central do Brasil (2017)

Como pode ser visualizado na Tabela 2, o BCB segue o movimento de outros bancos centrais. Observa-se que as alíquotas de recolhimento compulsório estão sendo reduzidas, paulatinamente, nas diferentes modalidades de depósitos. Entretanto, também pode ser observado que, nas principais modalidades de depósitos (à vista, a prazo e de poupança) as alíquotas ainda são bem elevadas.

2.4.2 Redesconto ou Assistência Financeira de Liquidez

Outro instrumento da política monetária são as operações de redesconto ou de assistência financeira de liquidez. A definição da assistência financeira de liquidez segundo Torres (1999, p. 134) "Operações de assistência de liquidez são

financiamentos, na forma de crédito em reservas bancárias, oferecidas pelo banco central aos bancos”. Nesse sentido, há duas formas de redesconto:

a) *empréstimos com garantias*: neste caso, o Banco Central concede crédito rotativo contra garantias até o limite de saque do tomador fixado pelo Banco Central, calculado, em geral, com base no passivo exigível do banco e fixado para um determinado período;

b) *redesconto*: neste caso, o Banco Central desconta títulos elegíveis, por ele definidos, à taxa de juros previamente definida para essas operações, sendo a escolha dos títulos elegíveis como garantias nas operações de assistência de liquidez uma forma de criar demanda para esses papéis, em que os títulos eleitos mais comuns são os de dívida pública. (CARVALHO et al, 2007, p. 172)

Nestas operações de assistência financeira de liquidez aos bancos, o BC normalmente fixa a taxa de juros e deixa a quantidade de recursos a cargo dos demandantes. Contudo, a taxa de juros dessa assistência pode ser de duas formas,

Nessas operações, o banco central relaciona-se diretamente com a instituição demandante de fundos, por meio de uma taxa de juros preestabelecida (taxa fixa), ou por meio de uma taxa de juros, composta a partir de acréscimos percentuais sobre a taxa de juros básica do mercado de reservas (taxa flutuante). (TORRES, 1999, p. 134)

Esse movimento operacional se distancia das operações em mercado aberto, uma vez que, a assistência financeira de liquidez é operação bilateral entre a autoridade monetária e o banco demandante pela assistência financeira.

Nessa perspectiva, a assistência financeira de liquidez sinaliza ao mercado o objetivo da política monetária ao impactar as taxas de juros do mercado de reservas. Isso porque um aumento (ou redução) na taxa de desconto reduz (ou aumenta) a demanda por empréstimos junto ao BC, reduzindo (ou aumentando) a oferta de liquidez alterando a taxa de juros no mercado interbancário.

Para o Brasil, a assistência financeira de liquidez de acordo com Carvalho et al (2007) é limitante devido as taxas de juros cobradas e, assim, as operações em mercado aberto assumem um papel mais ativo no gerenciamento da liquidez.

2.4.3 Operações em Mercado Aberto (*Open Market*)

Um dos mais importantes instrumentos de política monetária é a operação no *open market*. Ele é um dos instrumentos mais eficientes à disposição do Banco Central, pois, ele atua sobre as reservas bancárias. Logo, para a consecução das metas intermediárias e as metas operacionais, as operações em mercado aberto atuam eficazmente no cumprimento dos objetivos finais da política monetária. O conceito desse instrumento é,

Operações em mercado são transações de compra e venda de títulos contra reservas bancárias, realizadas por iniciativa do banco central com suas contrapartes, em geral bancos, com o objetivo de efetuar a gerência de liquidez e a sinalização da taxa de juros. Além disso, o banco central executa, em nome do tesouro nacional, emissões e resgates de títulos para financiamento da dívida pública. Apesar de ser operações com objetivos diferentes, a primeira para efetuar a política monetária e a segunda para gerenciar a dívida do tesouro, ambas geram efeito sobre as condições de liquidez do mercado monetário e sobre a sinalização da taxa de juros. Generalizando, toda intervenção do banco central no mercado de títulos e de reservas bancárias traz consigo alguma mensagem sobre o rumo da política monetária. (TORRES, 1999, p. 94-95).

As operações em mercado aberto cumprem uma dupla missão, primeiro de ser instrumento sinalizador dos objetivos da política monetária implementada pelo BC e, segundo, como mecanismo de financiamento e gerenciamento da dívida pública, sob a tutela do Tesouro Nacional. Nesse movimento dual, o *open market* movimentam um mercado de títulos e operacionaliza as metas da política monetária.

O funcionamento do *open market* se dá através da compra e venda de títulos públicos, alterando o volume de reservas bancárias do seguinte modo:

- a) se a venda de títulos é maior que o resgate num determinado dia, as reservas se contraem;
- b) se o resgate de títulos é superior ao resgate à venda num determinado dia, as reservas se expandem. (CARVALHO et al, 2007, p. 177)

Nesse movimento, ele executa de modo efetivo e flexível à gerência da liquidez e o rumo da política monetária via a publicação da taxa de juros em que foram negociados os títulos públicos. No caso da economia brasileira, a operação em mercado aberto se constitui como forte instrumento de operacionalidade da política monetária. Uma parte

significativa dos títulos públicos negociados no Brasil é prefixada, esses títulos estão indexados a Selic (Sistema Especial de Liquidação e Custódia). Essa atuação do BC no *open market*, afeta as reservas bancárias e, conseqüentemente, na formação da taxa básica de juros da economia.

2.4.4 Taxa Básica de Juros

A condução da política monetária possui o propósito de influenciar a taxa de juros de curto prazo, via mudanças na oferta de reservas bancárias, tornando possível a consecução das metas finais da política monetária, sejam elas a estabilidade de preços e/ou um nível aceitável de produto e emprego.

A atuação da autoridade monetária se dá no mercado de reservas bancárias. De acordo com Carvalho et al (2007), essa atuação definiu uma oferta apropriada de moeda e uma demanda em aceitável por reservas das instituições financeiras, afim de evitar volatilidade exagerada da taxa de juros. Essa atuação ocorre em dois tipos de operações: as operações definitivas, que são leilões primários formais e informais de títulos, e as operações compromissadas, que são leilões informais de dinheiro e operações de compra de títulos com compromisso de revenda no âmbito do redesconto.

Nesse processo, a taxa de juros será determinada pela relação de oferta e demanda de reservas bancárias. Com isso, quanto maior for a demanda por reservas, maior será a taxa de juros cobrados no mercado interbancário, o oposto se aplica igualmente. Logo, cabe formalizar o conceito por trás da formação da taxa de juros no curto prazo para uma economia monetária,

A taxa de juros de curto prazo, ou taxa básica da economia, nada mais é que o resultado do confronto entre a *oferta de reservas*, definida pelas atuações do Banco Central nas operações compromissadas e operações definitivas e o saldo do fluxo de entrada e de saída de dinheiro para e do sistema bancário, com a *demandada por reservas* dessas instituições definida pelas suas necessidades de atender às exigibilidades compulsórias e seus compromissos com o setor não-monetário da economia. (CARVALHO et al, 2007, p. 193)

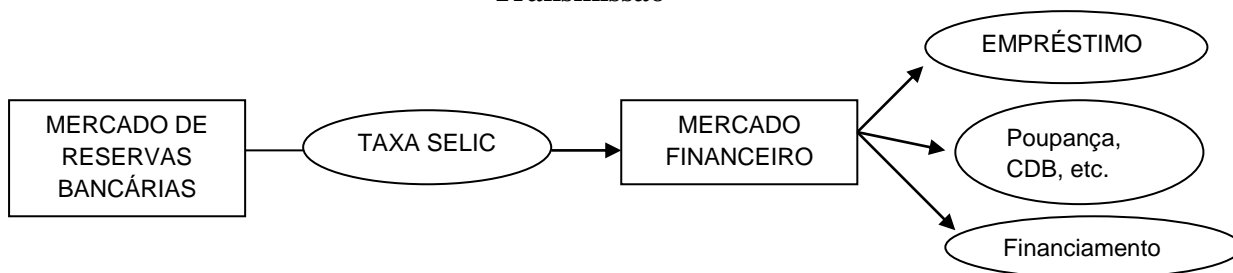
Portanto, a atuação do Banco Central sinalizará para o mercado quais serão as condições predominantes no mercado de reservas naquele dia e em um período mais longo do tempo.

Para a economia brasileira, a taxa básica de juros fixada pelo Comitê de política monetária é a meta para a Taxa Selic (taxa média dos financiamentos diários, com lastro em títulos federais, apurados no Sistema Especial de Liquidação e Custódia). Essa taxa básica de juros é muito importante na atuação do BACEN, pois,

A taxa de juros do mercado de reservas bancárias tem duas características básicas que a torna extremamente importante: a) é a taxa de juros que o Banco Central controla diretamente; e b) é a partir dela que as demais taxas de juros são formadas. É por isso que ela é chamada de taxa primária ou taxa básica de juros. Assim que o Banco Central a determina, as demais taxas são afetadas indiretamente, por arbitragem. (BACEN, 1999, p.88)

Dessa forma, o mecanismo de transmissão da política monetária se constitui e assim, os objetivos da política monetária formulados pela autoridade monetária podem ser perseguidos. O gráfico abaixo mostra o mecanismo pelo qual isso acontece.

Fluxograma 1 - Formação da Taxa Básica de Juros e seu Mecanismo de Transmissão



Fonte: BACEN (1999)

O conhecimento das partes que constituem o ambiente que envolve a política monetária é de suma importância para que seja formulada uma política econômica eficiente e eficaz. Para isso, é necessário compreender o conceito de inflação, os tipos de inflação e o regime de metas de inflação, uma vez que, a estabilidade dos preços é o principal, ou um dos principais, focos da política monetária.

A operacionalidade e os instrumentos da política, apesar de ser de caráter técnico, fazem parte do arcabouço de formulação e implementação da política monetária no objetivo de cumprimento das metas finais estabelecidas pela autoridade monetária. Compreender essas questões permite aos *policy makers*, economistas, acadêmicos e profissionais, e público interessado entender como o BCB formula, implementa e

intervém na economia, visando assegurar a estabilidade monetária e a mais responsável e transparente política monetária.

No próximo capítulo será apresentada, discutida e analisada a política monetária durante o Governo da Presidente Dilma, nos anos de 2011 a 2015, verificando se a política monetária, nesse período, foi eficiente ou não no controle da inflação, de acordo com o princípio teórico assumido no final do capítulo um. Para isso, será apresentado o contexto econômico em que a Presidente Dilma assume a chefia do executivo e apresentado como foi executada a política monetária.

3. A POLÍTICA MONETÁRIA BRASILEIRA NO PERÍODO 2011-2015

Conhecido as formulações clássicas sobre a política monetária, as teorias monetárias de Keynes e Friedman e o debate proposto por eles sobre o papel da política monetária; visto o conceito de inflação, do regime de metas de inflação e a operacionalidade da política a partir de seus instrumentos, pode-se agora, prosseguir para além das teorias conduzindo o estudo no caminho da observação empírica do fenômeno monetário a partir da apresentação e análise da política monetária brasileira.

Para isso, sustenta-se neste capítulo o objetivo de evidenciar o comportamento da política monetária brasileira durante o período de 2011 a 2015, mostrando de que forma foram conduzidos os instrumentos e mecanismos de transmissão de política monetária na busca de alcançar seu principal objetivo que é a estabilidade do nível geral de preços. Dessa forma, discute-se nos moldes de manipulação dos instrumentos de política monetária a caracterização da política adotada no período a ser estudado.

Além desta apresentação o capítulo está dividido em três tópicos. No primeiro, será apresentado o contexto econômico em que a Presidente Dilma assume o governo. No segundo, apresentar-se-á a política monetária durante o governo Dilma. E por fim, no terceiro tópico serão avaliados os resultados globais da política monetária neste período.

3.1 Contexto Econômico

O Brasil nas duas últimas décadas passou por significativas mudanças que, alteraram a percepção dos brasileiros em relação ao país e da comunidade internacional em relação à importância do Brasil como um grande *player* no jogo econômico global.

Essas mudanças se devem a alguns fatos importantes. De acordo com Giambiagi et al (2011), a estabilidade monetária alcançada com o Plano Real³, conseqüentemente, a estabilidade macroeconômica, permitiu ao Brasil olhar para demandas da sociedade brasileira que antes eram relegadas a um segundo ou terceiro plano.

³ Ver: Cap. 6 de, GIAMBIAGI (2011)

No primeiro momento, o Presidente Fernando Henrique Cardoso (1995-2002), sucedendo o Presidente Itamar Franco (1992-1994) e com o sucesso do Plano Real, buscou colocar a economia brasileira no caminho do crescimento e do desenvolvimento econômico. Para isso, o governo FHC adotou uma política econômica que, como explica Mattei e Magalhães tinha o suporte básico dos princípios que permitiram o sucesso do Plano Real,

Na esfera econômica buscou-se recuperar o crescimento econômico através da adoção de um cardápio de políticas de ajuste estrutural ancorado em quatro pilares básicos: na desregulamentação bancária e financeira; na liberalização comercial, com ampla abertura da economia do país aos produtos e bens do exterior; na estabilização dos preços, via política cambial fixa; e na redução da participação do Estado na economia, através de um vultoso programa de privatização de empresas estatais. (MATTEI; MAGALHÃES, 2011, p.136).

Essa política econômica foi à base de todo o governo FHC. Entretanto, ao longo do seu governo, FHC precisou fazer ajustes em sua política econômica a fim de fazer frente aos ataques especulativos a moedas em alguns países e, que logo chegaria ao Brasil e ao déficit em conta corrente (1998) que levou o país à beira da insolvência. De acordo com Giambiagi et al (2011) para evitar que o fantasma da hiperinflação voltasse assim, como à insolvência do Brasil, o governo FHC recorreu ao Fundo Monetário Internacional (FMI), que emprestou um montante em dólares para compor as reservas monetárias e, assim, assegurar a solvência do país.

Como contrapartida ao empréstimo, o FMI exigiu do governo brasileiro “[...] um maior controle fiscal, aprovou-se a Lei de Responsabilidade Fiscal e adotou-se o sistema de metas inflacionárias e o câmbio flutuante”. (MATTEI; MAGALHÃES, 2011, p. 137). Essas alterações na política econômica atenderam as exigências do FMI, para celebrar o acordo de empréstimo, e passaram a constituir a base da política macroeconômica brasileira desde então.

Nesse sentido, o governo FHC esteve associado ao sucesso do Plano Real no primeiro mandato, mas, que posteriormente passou a ser associada à instabilidade com descontrole fiscal, exposição à especulação financeira e, por último, dependente dos interesses financeiros globais ao amarrar a política econômica nacional aos desígnios de uma organização multilateral.

Nesse contexto de forte instabilidade e descrença na capacidade dos agentes políticos brasileiros de responderem, a altura, os desafios brasileiros que, em 2003, Luiz Inácio Lula da Silva assume a presidência da república. A eleição de Lula representou, segundo Giambiagi et al (2011, p. 197) “a ascensão da esquerda ao poder, através do Partido dos Trabalhadores”, e a promessa de um “novo modelo de desenvolvimento”.

Contudo, mesmo antes de ser eleito presidente, o discurso contra o capitalismo financeiro global do então candidato Lula e do seu partido, o PT, assustou seriamente os credores internacionais do Brasil, gerando mais instabilidade para a economia brasileira. Entretanto, quando Lula e sua equipe assumiram seus devidos cargos, o discurso e as ações não corresponderão com o discurso da campanha eleitoral e, passarão a convergir para uma ação responsável da política econômica e, principalmente, com as contas públicas. Isso acalmou o mercado, tanto nacional quanto internacional, apesar da desconfiança ainda presente.

Para evitar que uma turbulência criasse uma crise econômica, o presidente Lula e seus ministros adotaram uma postura mais flexível em relação às ideias pregadas na campanha em 2002 e assim, adotaram uma política econômica semelhante ao do seu antecessor, FHC, ao menos no primeiro mandato. De acordo com Mattei e Magalhães que, analisam o governo Lula,

Em síntese, podemos dividir a política econômica do governo Lula em duas fases. A primeira delas, que cobre praticamente todo primeiro mandato (2003-2006), é marcada pelo aprofundamento da agenda neoliberal, dando a essas políticas um caráter ortodoxo conservador. A segunda fase, que denominaremos de liberal-desenvolvimentista e que cobre todo segundo mandato (2007-2010), é marcada por uma intervenção mais forte do Estado na economia, recuperando sua capacidade de investimento, além de orientar os investimentos privados no sentido de ampliar a infraestrutura básica do país. Mesmo assim, o comando da política econômica ainda continuou refém do mercado financeiro. (MATTEI; MAGALHÃES, 2011, p. 140-141).

Essa postura do presidente Lula, possibilitou manter a credibilidade do Brasil frente à comunidade internacional e abrir caminho para, no segundo mandato (2007-2010), implementar uma política econômica voltada para o desenvolvimento econômico e social da sociedade brasileira.

No começo primeiro mandato do presidente Lula, visando mitigar as desconfianças que rondava o Palácio do Planalto, o presidente adotou uma série de

medidas que representavam uma mudança ao discurso adotado na campanha, tanto pelo partido, o PT, quanto por ele próprio. Destaca Giambiagi et al, as principais medidas,

- Nomeou para o cargo de presidente do Banco Central o ex-presidente mundial do Bank Boston, Henrique Meirelles, mantendo, inicialmente, todo o restante da Diretoria anterior, em claro sinal de continuidade;
- Anunciou as metas de inflação para 2003 e 2004, de 8,5% e 6,5%, respectivamente, que implicavam um forte declínio em relação à taxa efetivamente observada em 2002, reforçando a política anti-inflacionária;
- Elevou a taxa de juros básica (Selic) nas reuniões do Comitê de Política Monetária (Copom), mostrando que isso não era mais um “tabu” para o PT;
- Definiu um aperto da meta de superávit primário, que passou de 3,75% para 4,25% do PIB em 2003;
- Ordenou cortes do gasto público, para viabilizar o objetivo fiscal, deixando de lado antigas promessas de incremento do gasto;
- Colocou na Lei de Diretrizes Orçamentárias o objetivo de manter a mesma meta fiscal, de 4,25% do PIB de superávit primário, para o período de 2004-2006. (GIAMBIAGI et al, 2011, p. 206-207).

Esse conjunto de medidas foi decisivo para reduzir o grau de tensão e incerteza econômica que pairava sobre o governo Lula. Além disso, essas medidas pavimentaram o caminho da credibilidade para que no segundo mandato, o governo pudesse implementar medidas econômicas voltadas para o desenvolvimento.

Se a característica do primeiro mandato foi ortodoxo-conservador, a característica do segundo mandato foi liberal-desenvolvimentista. O segundo mandato foi marcado por uma “intervenção mais forte do Estado na economia, recuperando sua capacidade de investimento, além de orientar os investimentos privados no sentido de ampliar a infraestrutura básica do país”. (MATTEI; MAGALHÃES, 2011, p. 141). Esse movimento foi muito importante para que o Brasil crescesse, desenvolvesse e criasse condições para enfrentar os desafios vindos da economia global.

Dessa forma, o Brasil ganhou relevância junto à comunidade internacional enquanto fortalece a economia nacional. Para que isso ocorresse o governo Lula mexeu na política econômica, como destaca Teixeira e Pinto,

No segundo governo Lula, verificou-se certa flexibilização da política econômica por meio (i) da adoção de medidas voltadas à ampliação do crédito ao consumidor e ao mutuário, (ii) do aumento real do salário mínimo, (iii) da adoção de programas de transferência de renda direta,

(iv) da criação do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) e da ampliação da atuação do BNDES para estimular o investimento público e privado e (v) das medidas anticíclicas de combate à crise internacional a partir de 2009. (TEIXEIRA; PINTO, 2012, p. 923).

Essa alteração feita na política econômica fez com que o desempenho da economia brasileira no período 2006-2010, surpreendesse até os mais otimistas, mesmo durante a crise econômica global de 2009. O governo Lula, procurou dar continuidade na administração responsável das contas públicas, da manutenção do sistema de metas de inflação e das metas de superávit fiscal.

A disciplina governamental, fez do primeiro governo Lula uma continuidade do governo FHC. Contudo, ela assegurou uma credibilidade que permitiu ao presidente Lula, em seu segundo mandato, direcionar a política econômica no sentido do crescimento econômico com investimento em políticas sociais.

O desempenho da economia foi superior nos oito anos do governo Lula, comparado com os governos anteriores a ele. De acordo com Teixeira e Pinto,

As taxas médias de crescimento do PIB nos dois governos Lula (3,5% entre 2003 e 2006; 4,6% entre 2007 e 2010) foram maiores do que a dos dois governos FHC (2,4% entre 1995 e 1998; 2,1% entre 1999-2002). Entre 2003 e 2010, o consumo das famílias e os investimentos públicos e privados, - Formação Bruta de Capital Fixo (FBKF) – elevaram-se em 4,5% e 7,5% ao ano em média, respectivamente. A expansão do investimento acima do PIB implicou na elevação da FBKF de 15,3% do PIB em 2003 pra 19,5% em 2010. (TEIXEIRA; PINTO, 2012, p. 924).

Esses dados demonstram que a ação responsável e planejada do governo Lula, promoveu uma ampliação da capacidade produtiva da economia brasileira. Os ótimos resultados podem ainda ser observados no controle da inflação, onde os níveis obtidos estiveram muito próximos da meta estabelecida, mesmo que para isso tenha-se atrelado ao processo de apreciação do real.

Além da inflação, foram alcançados bons resultados nas finanças públicas, na geração de postos de emprego, além dos avanços sociais motivados por políticas de transferência de renda direta. No segundo mandato, o governo Lula voltou-se para o discurso eleitoral de atender a população mais pobre e permitir a ela ter acesso a crédito e ao mercado de consumo em massa. Essas políticas públicas, voltadas para o social, permitiu a formação de uma classe média numerosa que, formou um mercado

consumidor doméstico importante, principalmente, para fazer frente à crise mundial de 2009 (TEIXEIRA; PINTO, 2012).

Um dos destaques do segundo governo Lula, foi à resposta dada aos efeitos da crise mundial de 2009. Com a crise os canais globais de crédito paralisarão, o comércio global foi duramente atingido e a economia global perdeu fôlego naquele momento.

Entretanto, o Brasil sentiu um pouco menos os efeitos da crise. Isso porque, o governo brasileiro agiu preventivamente para minimizar os efeitos da crise mundial sobre a economia brasileira, apesar de uma contração do PIB de 0,2% segundo o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

Segundo Giambiagi et al (2011), o Brasil sentiu menos a crise mundial devido a alguns fatores. Diferente das crises em décadas passadas, o Brasil não teve problemas sérios com o Balanço de Pagamentos, nem alta expressiva da inflação. Apesar da queda do PIB em 2009, os níveis de consumo e emprego não apresentarão quedas, comparando com as economias centrais. Com a crise ficaram evidentes os frutos de uma política econômica responsável, como uma economia estável e com alto nível de reservas internacionais. O sistema financeiro sentiu menos a crise mundial, devido a maior regulação do Banco Central do Brasil, refletindo a prudência por parte da autoridade monetária, entre outros fatores. Contudo, as políticas anticíclicas foram fundamentais para o país passar por esse momento,

Dentre essas políticas, destacam-se a intervenção governamental, via bancos públicos, na esfera creditícia, no sentido de financiar o setor produtivo privado nacional, bem como o consumo das famílias, como forma de sustentar a demanda agregada; e a ação da política monetária, tanto em termos da redução das taxas de juros como na liberalização dos depósitos compulsórios que antes eram recolhidos ao BC, evitando-se movimentos especulativos sobre a situação de liquidez do sistema financeiro do país. Mas as medidas anticíclicas mais efetivas ocorreram na esfera fiscal, quando o governo decidiu manter seus gastos, especialmente no Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) e nas transferências de renda, inclusive aumentando os atendimentos do Programa Bolsa Família; bem como reduzir tributos indiretos em vários setores. (MATTEI; MAGALHÃES, 2011, p. 149).

Essas políticas anticíclicas garantirão o sucesso da economia brasileira de tal modo que em 2010, o PIB brasileiro alcançou a taxa de crescimento de 7,5%, apurados

pelo IBGE. Esse crescimento premiou o último ano do governo Lula e encaminhou a eleição da candidata, Dilma Rousseff, que tinha o apoio do presidente Lula.

Como o foco do trabalho é a política monetária, nesse período de governo Lula, a política monetária foi conduzida de acordo com o receituário estabelecido na gestão FHC. O Bacen manteve-se focado nas metas de inflação e na correção de eventuais distorções que poderiam vir a surgir. Porém, mesmo menor que durante a gestão FHC, a taxa básica de juros (SELIC) esteve em um nível muito alto, fechando em 2010 com a taxa em 11,25%. O que caracteriza uma política monetária contracionista ao longo do governo Lula, voltada especificamente para o controle do nível geral de preços.

É dentro desse complexo contexto que a presidente eleita para o mandato, 2011-2014, Dilma Rousseff se insere. Apesar de todo o avanço obtido com a estabilização monetária e com políticas públicas voltadas para o crescimento e desenvolvimento nacional, o Brasil ainda parece de velhos problemas, principalmente na infraestrutura e em educação. O desafio da presidente Dilma está de acordo com Mattei e Magalhães (2011), em fazer o país avançar em áreas sociais, sem perder o rumo do crescimento econômico, prejudicado pela fraca infraestrutura, pelas altas taxas de juros praticadas no mercado interno em comparação com o mercado internacional, por uma política de câmbio sobrevalorizada que afeta a indústria nacional e a necessidade de melhorar a eficiência do gasto público.

3.2 A Política Monetária no Governo Dilma (2011-2015)

Sucedendo o presidente Lula, a presidente Dilma foi eleita, em 2010, prometendo dar continuidade a política econômica de seu antecessor, com vistas a consolidar e ampliar os avanços sociais conquistados no governo anterior. Na economia, como destaca BRESSER-PEREIRA (2013, p. 6), “ [...] a herança macroeconômica que a presidente Dilma recebeu foi pesada: uma taxa de juros elevada, e uma taxa de câmbio altamente sobreapreciada”. Considerando a postura do governo e da autoridade monetária no ano de 2011, o regime de política macroeconômica, com meta de inflação, superávit primário e câmbio flutuante, dos governos anteriores foi conservado.

Logo, manter os avanços obtidos durante o governo Lula exigira do governo Dilma um exercício de política econômica mais afirmativa, considerando uma série de

fatores que não mais eram vistos na economia, principalmente na economia mundial. A necessidade de mudança de postura era necessária, pois, diferentemente de seu antecessor, Dilma não contaria com os altos preços das commodities no mercado internacional, e em função do fraco desempenho da economia norte-americana e a crise da dívida das nações europeias, não seria possível contar com a demanda desses países por produtos brasileiros.

Nessa perspectiva e considerando o bom desempenho da economia brasileira no ano de 2010, crescimento de 7,5% do PIB, a política monetária ao longo do primeiro mandato de Dilma tentará romper com a ortodoxia monetária dominante e implementar ações heterodoxas de política econômica.

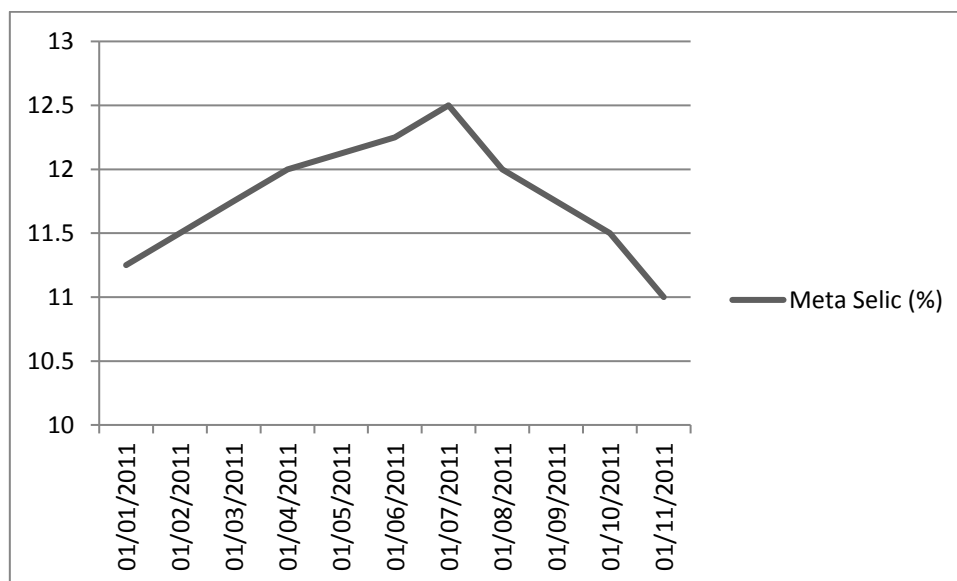
Entretanto, para fazer frente à pressão inflacionária nos primeiros meses de seu governo, devido ao forte crescimento da demanda em 2010, o Comitê de Política Monetária (Copom) implementou uma política monetária contracionista, elevando a taxa básica de juros (Selic), gradativamente, até alcançar a taxa de 12,50% a.a. como justifica na ata 160ª do Copom em julho de 2011,

O Copom reconhece um ambiente econômico em que prevalece nível de incerteza acima do usual, e identifica riscos crescentes à concretização de um cenário em que a inflação convirja tempestivamente para o valor central da meta. [...] Em outra perspectiva, revelam influência ainda ambígua do cenário internacional sobre o comportamento da inflação doméstica. No âmbito interno, ações macroprudenciais recentemente anunciadas, um instrumento rápido e potente para conter pressões localizadas de demanda, ainda terão seus efeitos incorporados à dinâmica dos preços. Também desde a última reunião, teve seguimento a materialização de riscos de curto prazo com os quais o Copom trabalhava naquela oportunidade. Embora as incertezas que cercam o cenário global e, em menor escala, o doméstico, não permitam identificar com clareza o grau de perenidade de pressões recentes, o Comitê avalia que o cenário prospectivo para a inflação evoluiu desfavoravelmente. (COPOM, 2011, p. 4).

Nesse cenário, a autoridade monetária almeja assegurar que as pressões inflacionárias se dissipassem e permitissem um relaxamento da política monetária para favorecer o crescimento da economia. Assim, as medidas adotadas foram sentidas pela economia, possibilitando no segundo semestre de 2011 uma redução, gradativa da taxa Selic.

Esse movimento se deve ao comportamento da inflação observada ao longo de 2011. De acordo com Cagnin et al (2013, p. 170) “[...] as políticas monetária e fiscal tiveram um caráter restritivo, no intuito de arrefecer a atividade econômica e, assim, conter a aceleração inflacionária observada naquele momento”. Assim, a evolução da taxa Selic, no ano de 2011, pode ser visualizada no Gráfico 2 a seguir:

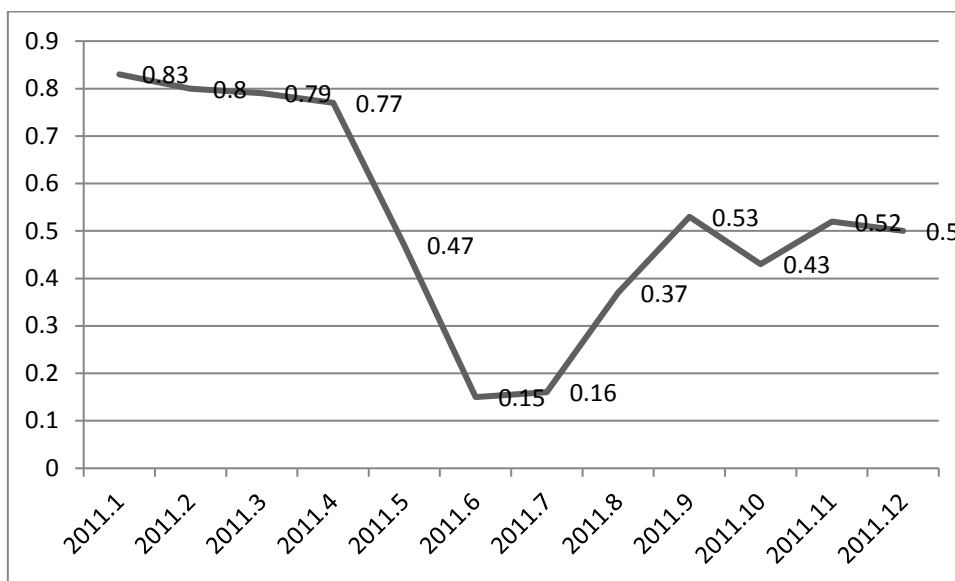
Gráfico 2 - Evolução da Taxa Básica de Juros (Selic) em 2011



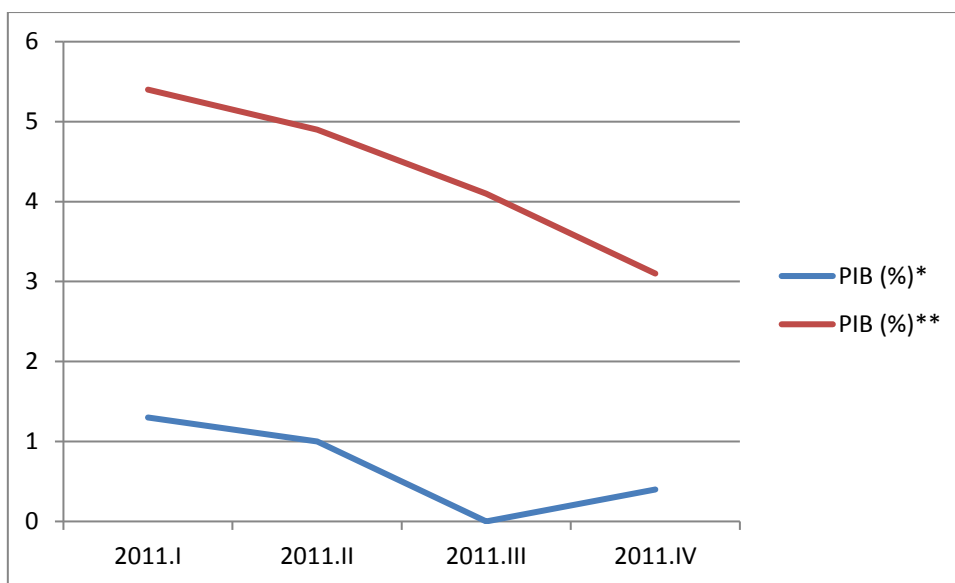
Fonte: BACEN (2017). Elaboração Própria.

O Gráfico 2 apresenta, também, o ponto de inflexão, a partir do segundo semestre de 2011, onde, inicia uma trajetória heterodoxa de política monetária do Bacen com amplo apoio do governo Dilma. Apesar dessa mudança de trajetória, o mercado não esperava ver essa mudança de posicionamento em função das pressões inflacionárias vistas no segundo semestre daquele ano, de acordo com Pires e André (2015).

A evolução da inflação em 2011, considerando a meta de 4,5% com banda de 2 p.p. para mais e para menos, com tendência de queda ao longo do primeiro semestre, deu esperança a autoridade monetária para mudar a orientação da política monetária. Isso somado ao fraco crescimento da economia e os problemas de desempenho da economia mundial, em função da crise da dívida de países europeus, fez com que o governo e autoridade monetária mudassem de postura.

Gráfico 3 - Evolução da Inflação Mensal em 2011

Fonte: IBGE (2017). Elaboração própria.

Gráfico 4 - Evolução do PIB Trimestral em 2011

Fonte: IBGE (2017). Elaboração própria.

*Trimestre contra trimestre imediatamente anterior - %

**Em relação ao mesmo período do ano anterior - %

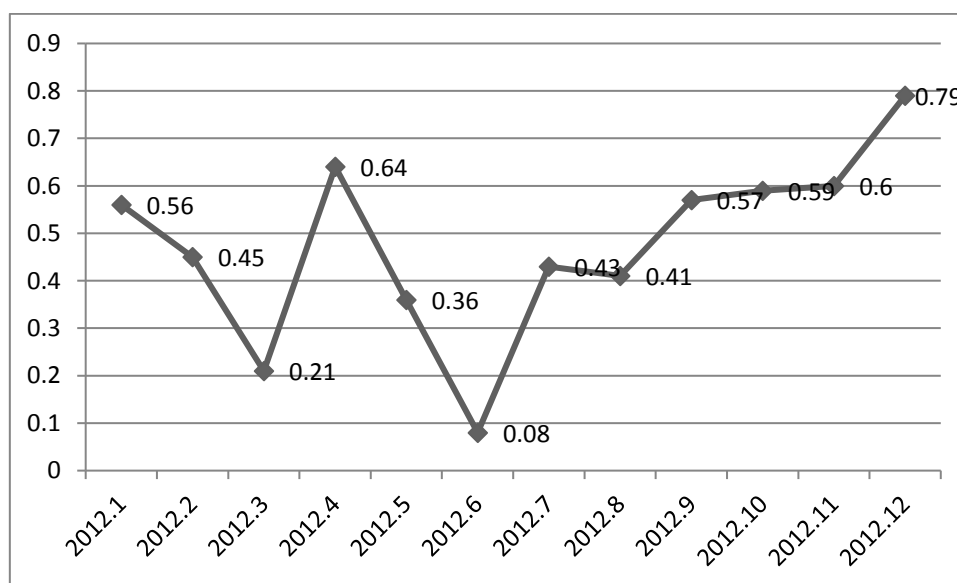
Os gráficos 3 e 4 mostram, primeiro a inflação caindo, gradativamente, ao longo do primeiro semestre de 2011, incentivando a mudança de postura da autoridade monetária. Soma-se a isso a queda do PIB, trimestre a trimestre. No ano de 2011 a taxa de desemprego, apurada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), foi de 6,5%.

Esse momento de afrouxamento da política monetária veio acompanhado de um conjunto de medidas “macroprudenciais” ⁴ adotadas pelo governo brasileiro que, dava suporte a política heterodoxa implementada pelo governo naquele momento, com o objetivo de estimular a atividade econômica. Essas medidas foram, segundo Cagnim et al (2013), alteração nas regras da caderneta de poupança, redução da alíquota do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) e uso dos bancos públicos no estímulo ao crédito, que fora reduzido pelos bancos privados.

Essa mudança de postura iniciada em 2011 continuou ao longo do ano de 2012. Diante de muitas incertezas vindas da economia mundial, e com a inflação tendendo a aproximar da meta estabelecida, o Copom na sua primeira reunião em 2012 optou por dar continuidade na queda da taxa de juros com a seguinte justificativa,

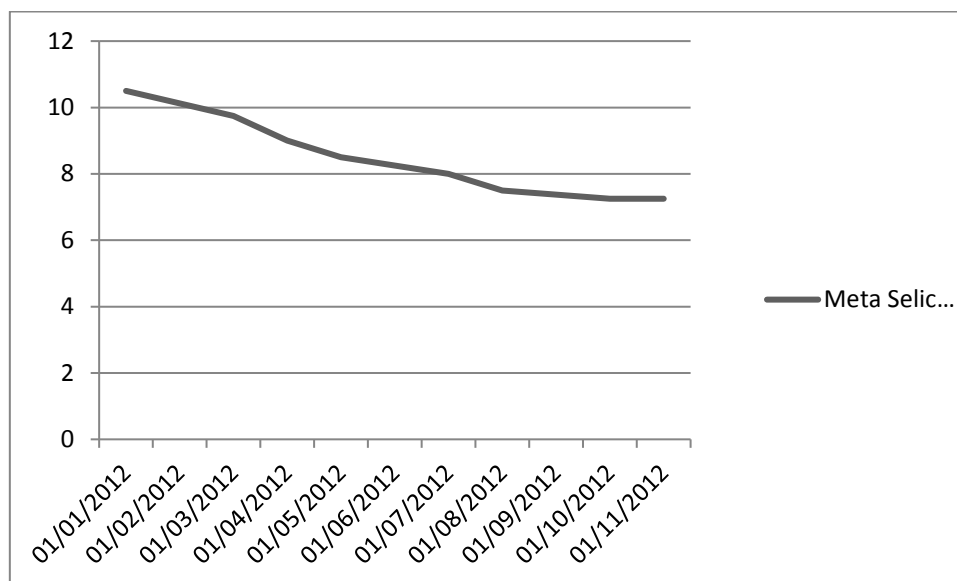
[...] o Copom reconhece um ambiente econômico em que prevalece nível de incerteza muito acima do usual, e pondera que o cenário prospectivo para a inflação, desde sua última reunião, acumulou sinais favoráveis. O comitê nota que, no cenário central com que trabalha a taxa de inflação posiciona-se em torno da meta em 2012, e são decrescentes os riscos à concretização de um cenário em que a inflação convirja tempestivamente para o valor central da meta. (COPOM, 2012, p. 5).

Gráfico 5 - Evolução da Inflação em 2012



Fonte: IBGE (2017). Elaboração própria.

⁴ Políticas macroprudenciais são medidas que visam fortalecer o sistema financeiro, reduzindo o risco tipicamente procíclico do mesmo. (OLIVEIRA; ROLIM; BLIKSTAD, 2016)

Gráfico 6 - Evolução da Taxa Selic em 2012

Fonte: BACEN (2017). Elaboração própria.

Nessa perspectiva, considerando a convergência da inflação próximo da meta, a continuidade da redução da taxa básica de juros, expressos nos Gráficos 5 e 6, e a incerteza sobre o desempenho da economia, o governo brasileiro ampliou sua política de incentivo ao consumo, via política creditícia,

No primeiro semestre de 2012, o governo Dilma utilizou novamente os bancos públicos com carteira comercial (BB CEF) para forçar, pelo mecanismo da concorrência a queda dos juros e *spreads* praticados pelos bancos privados. O BNDES continuou desempenhando papel fundamental na implementação da política creditícia. Além da prorrogação do Programa de Sustentação de Investimento (PSI) (em vigor desde 2009), para até o final de 2013, a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), que estava no patamar de 6% ao ano desde julho de 2009, foi reduzida para 5,5% a.a. em junho de 2012 e para 5% a.a. em janeiro de 2013. (CAGNIN et al, 2013, p. 174).

Com isso, o governo brasileiro esperava incentivar o investimento privado estimulando com taxa de juros mais baixa. Assim, esperava-se que a economia brasileira pudesse fazer frente aos desafios impostos pelo cenário global de fraco crescimento econômico.

Entretanto, ao longo do ano de 2012, especialmente no segundo semestre, acumularam-se pressões inflacionárias, principalmente dos preços administrados⁵, fazendo com que a inflação acumulada nos últimos 12 meses ficasse muito acima da meta estabelecida de 4,5%. Essas pressões se refletiram nos dados de inflação mensal apresentados no Gráfico 5. Contudo, o Copom apostou na redução contínua da taxa Selic.

O Copom destaca que o cenário central contempla ritmo de atividade doméstica mais intenso neste semestre e no próximo ano. O Comitê identifica recuo na probabilidade de ocorrência de eventos extremos nos mercados financeiros internacionais, mas, ao mesmo tempo, pondera que o ambiente externo permanece complexo, devido à ausência de solução definitiva para a crise financeira europeia e aos riscos associados ao processo de desalavancagem – de bancos, de famílias e de governos – ora em curso nos principais blocos econômicos. Nota ainda, que o cenário para importantes economias emergentes se apresenta mais desafiador do que se antecipava. O cenário prospectivo para a inflação, embora para o curto prazo tenha sido negativamente impactado por choques de oferta associados a eventos climáticos, domésticos e externos, manteve sinais favoráveis em prazos mais longos. Dessa forma, o Copom ressalta que, no cenário central com que trabalha, a inflação tende a se deslocar na direção da trajetória de metas. (COPOM, 2012, p. 4).

A aposta do Copom em manter a redução gradativa da taxa de juros, levou o Brasil a ter uma das menores taxas básicas de juros da sua história. A taxa Selic chegou ao patamar de 7,25% no segundo semestre de 2012. Apesar desse esforço da autoridade monetária e dos estímulos dados pelo governo, a economia brasileira, no ano de 2012, apresentou crescimento econômico de apenas 1,9% e taxa de desemprego (IPCA) de 7,4%, de acordo com o IBGE. Notadamente, o estímulo dado pelas autoridades econômicas não afetaram, significativamente, os investidores.

A inflação no patamar de 7,25% perdurou até a reunião do Copom em março de 2013. A partir dessa reunião a política monetária rompe com programa heterodoxo que o governo Dilma, experimentou ao longo de 20 meses, entre o segundo semestre de 2011 e o primeiro trimestre de 2013. Segundo Cagnin et al,

Em abril de 2013, o Copom deu início a uma nova fase de elevações graduais da taxa básica de juros. Não apenas a aceleração do índice

⁵ Preços administrados são insensíveis às condições de demanda e oferta porque são estabelecidos por contrato ou por órgão público.

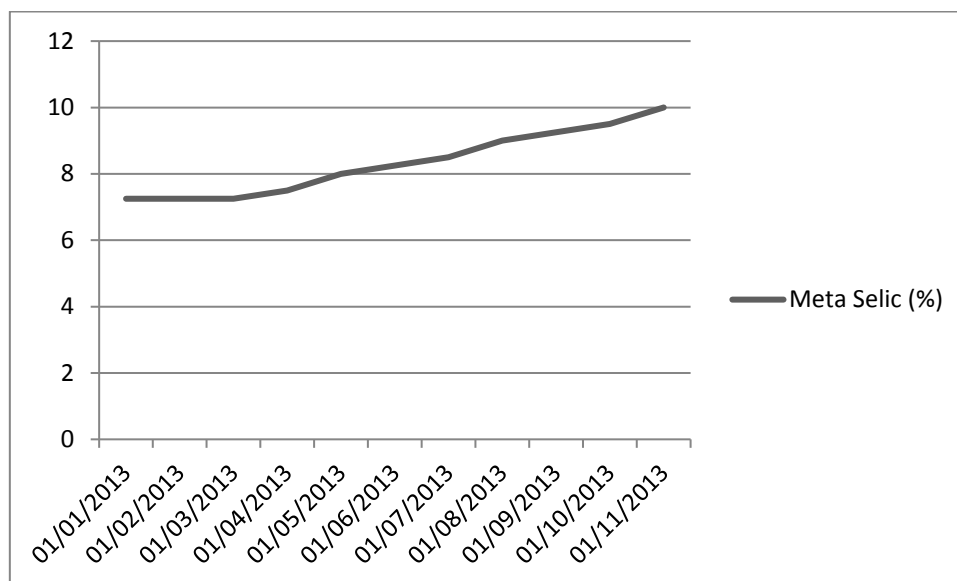
oficial de inflação, o IPCA, mas também a difusão dos aumentos de preços entre os itens que compõe justificaram a decisão da autoridade monetária. Abriu-se, nesse momento, um novo período de gestão macroeconômica, em que o combate à inflação retornou ao topo das prioridades do governo. Não se trata de abandonar o crescimento econômico a taxas mais elevadas enquanto objetivo do governo, mas, diante da conjuntura e dos dilemas do regime de política macroeconômica, de trazer para o primeiro plano o equacionamento da questão inflacionária. O episódio ilustra as limitações da estratégia de flexibilização desse regime, que decorrem, sobretudo, da manutenção da política de metas de inflação como um de seus pilares. (CAGNIN et al, 2013, p. 185).

Esse retorno ao foco da meta de inflação se deve a aceleração mais forte da inflação no acumulado em 12 meses, observado no começo de 2013. Isso reflete a conclusão de que a política econômica mais heterodoxa, com defasagem dos preços administrados, não gerou expectativas positivas a ponto de mover o investidor, no sentido do investimento produtivo.

Uma importante característica do governo Dilma, foi o uso dos preços administrados como forma de influenciar a política monetária. Assim, foi conduzida a administração desses preços de forma que se criou uma defasagem entre os preços domésticos e os preços internacionais. Segundo Azevedo e Serigati (2015), os preços administrados são componentes do IPCA, logo, como os preços administrados são utilizados pelo governo para enviar uma mensagem específica para a população, principalmente os preços dos combustíveis, da energia elétrica e da passagem do transporte público, eles podem sinalizar, equivocadamente, para política monetária posição descolada dos preços de mercado.

Ao que parece isso de fato ocorreu na economia brasileira. Para o ano de 2013 o IPCA apresentou índice de 5,91%, sendo que a meta para a inflação era de 4,5%, com limite superior de 6,5%. Logo, a inflação obtida ficou acima da meta e mais próximo do limite superior.

Já o comportamento da taxa Selic em 2013, foi de ascensão. A política monetária volta ao perfil ortodoxo e passa a perseguir a meta de inflação estabelecida. Inicia-se o ano com a Selic a 7,25% e termina o ano com a taxa em 10%.

Gráfico 7 - Evolução da Taxa Selic em 2013

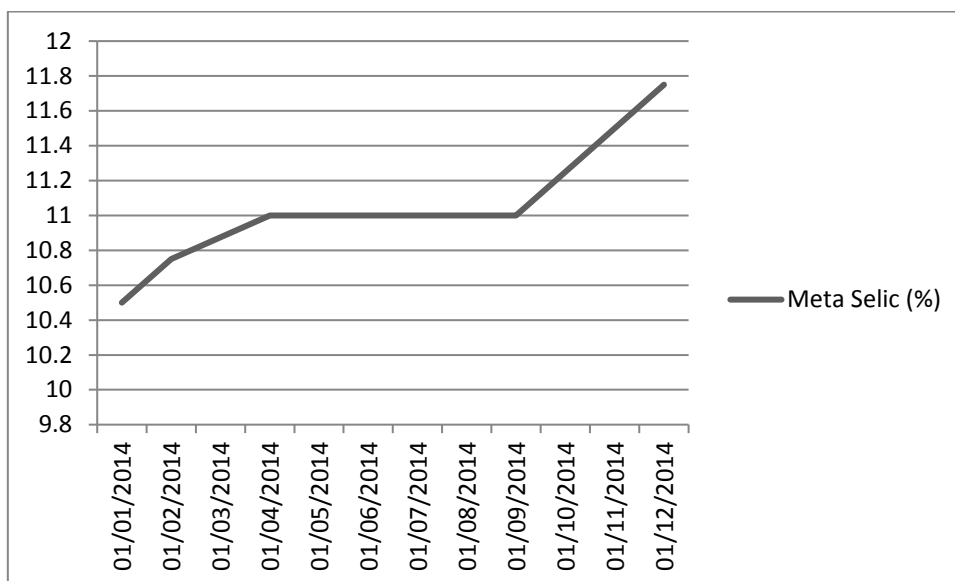
Fonte: BACEN (2017). Elaboração própria.

Esse movimento é reflexo do retorno da política monetária ao foco do controle da inflação. A justificativa do Copom para essa mudança de atitude é,

O Copom pondera que a elevada variação dos índices de preços ao consumidor nos últimos doze meses contribui para que a inflação ainda mostre resistência. Nesse contexto, inserem-se também os mecanismos formais e informais de indexação e a percepção dos agentes econômicos sobre a dinâmica da inflação. Tendo em vista os danos que a persistência desse processo causaria à tomada de decisões sobre consumo e investimentos, na visão do Comitê, faz-se necessário que, com a devida tempestividade, o mesmo seja revertido. Nesse contexto, o Copom entende ser apropriada a continuidade do ritmo de ajuste das condições monetárias ora em curso. (COPOM, 2013, p. 4)

Com a aceleração da inflação e as incertezas políticas e econômicas, nacionais e internacionais, pressionaram os *policy makers* a retornar a ortodoxia na condução da política econômica. Os resultados finais de 2013 mostram a importância do retorno a ortodoxia, apesar dos bons resultados do crescimento econômico, 3% de crescimento e da taxa de desemprego de 4,1%.

O processo de aperto monetário iniciado em 2013 para fazer frente à aceleração da inflação se manteve no ano de 2013. A política monetária do ano de 2013 e 2014 foi contracionista, focada no controle da inflação. Mesmo em um ano eleitoral, o arrocho monetário continuou.

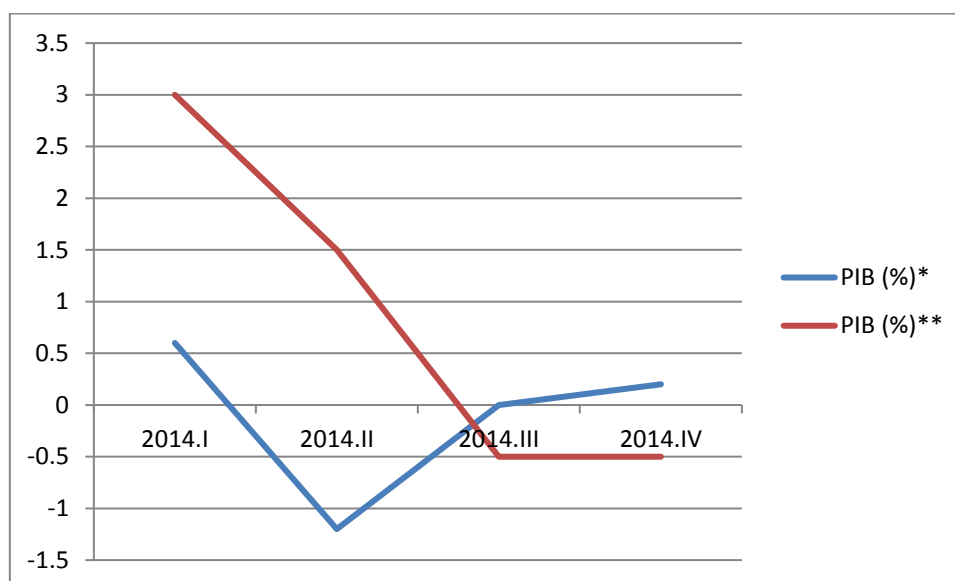
Gráfico 8 - Evolução da Taxa Selic em 2014

Fonte: BACEN (2017). Elaboração própria.

As altas sucessivas na Selic, em 2014, confirma o foco da autoridade monetária no controle da inflação. O objetivo é romper a resistência da inflação e assim, mitigar os efeitos sobre o investimento e consumo, causados pela inflação acima da meta estabelecida.

Nesse mesmo ano, o resultado final da inflação se aproximou do limite superior da meta, de 6,41%, segundo o IBGE. Esse resultado mostrou que era necessário maior esforço no controle da inflação. Ao fim de 2014 a taxa Selic foi de 11,75%.

A necessidade de controle da inflação com, elevação sucessiva da taxa básica de juros, combinada com outras variáveis econômicas e as péssimas expectativas dos agentes econômicos, fizeram o crescimento econômico ser fraco.

Gráfico 9 - Evolução do PIB Trimestral em 2014

Fonte: IBGE (2017). Elaboração própria.

*Trimestre contra trimestre imediatamente anterior - %

**Em relação ao mesmo período do ano anterior - %

A economia respondeu, negativamente, a elevação da taxa básica de juros. Observa-se no Gráfico 9, que o PIB do segundo trimestre foi negativo, comparado ao trimestre anterior. Esse foi o sinal do arrocho da política econômica, em especial, a monetária. O resultado agregado do PIB para o ano de 2014 foi de, apenas, 0,5% de acordo com o IBGE. Mesmo assim, a condução da política monetária continuou no caminho iniciado em 2013.

Com o processo eleitoral de 2014, a presidente Dilma Rousseff foi reeleita e o ajuste da economia foi ampliado, mesmo a candidata em sua campanha ter afirmado que não faria uma política econômica que penalizasse a população.

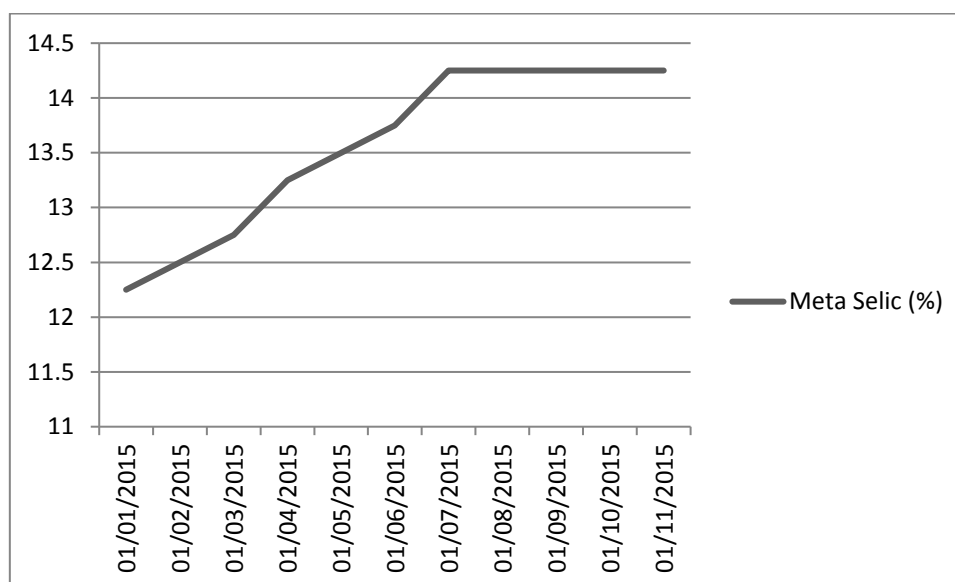
Entretanto, a autoridade monetária manteve seu foco no controle da inflação, perseguindo a meta de 4,5%, apesar de reconhecer que a inflação poderia ficar acima da meta no ano de 2015, assim, como ocorrera no ano de 2014. Diz a autoridade monetária na ata da primeira reunião do Copom em 2015, em que a Selic sobe a 12,25% a.a.,

Para o Copom, o fato de a inflação atualmente se encontrar em patamares elevados reflete, em parte, a ocorrência de dois importantes processos de ajustes de preços relativos na economia – realinhamento dos preços domésticos em relação aos internacionais e realinhamento dos preços administrados em relação aos livres. O Comitê considera ainda que, desde sua última reunião, entre outros fatores, a

intensificação desses ajustes de preços relativos na economia tornou o balanço de riscos para a inflação menos favorável. Nesse contexto, o Comitê não descarta a ocorrência de cenário que contempla elevação da inflação no curto prazo, antecipa que a inflação tende a permanecer elevada em 2015, porém, ainda este ano entra em longo período de declínio. Ao tempo em que reconhece que esses ajustes de preços relativos têm impactos diretos sobre a inflação, o Comitê reafirma sua visão de que a política monetária pode e deve conter os efeitos de segunda ordem deles decorrentes. (COPOM, 2015, p. 4).

A trajetória da taxa Selic manteve-se em alta ao longo do ano de 2015, ampliando a contração monetária e, contribuindo para a recessão da economia.

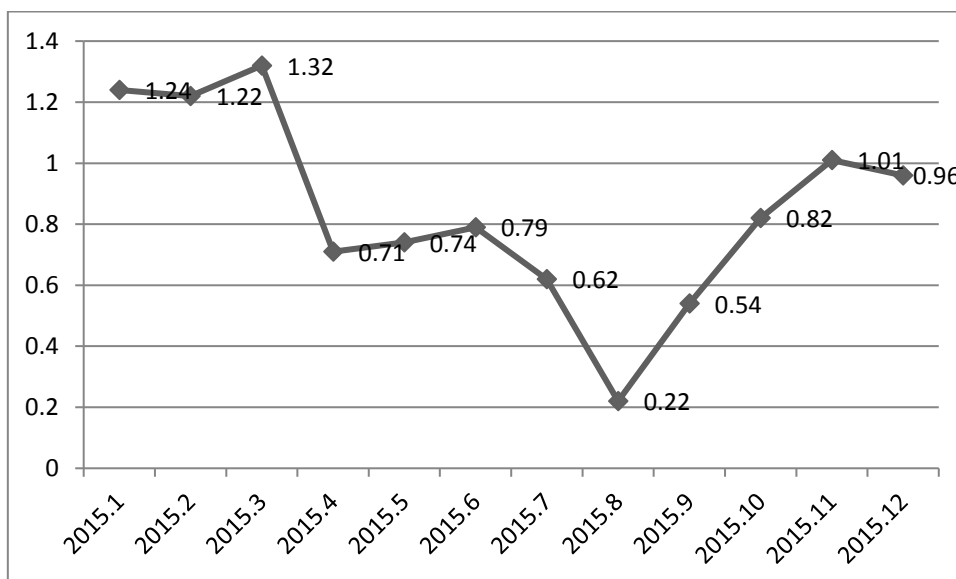
Gráfico 10 - Evolução da Taxa Selic em 2015



Fonte: BACEN (2017). Elaboração própria.

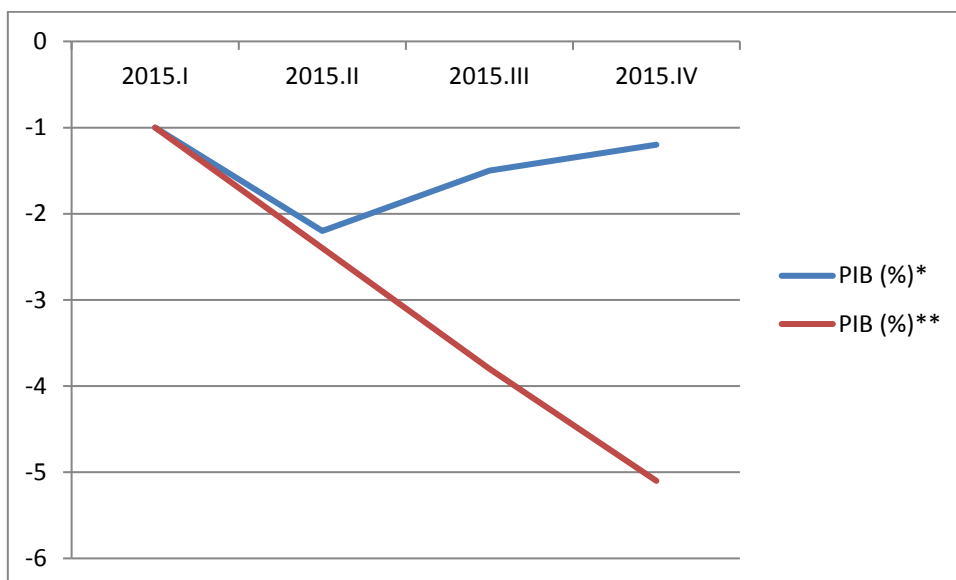
No segundo semestre de 2015 o Copom estaciona a taxa Selic em 14,25% a.a. considerando o cenário macroeconômico, as perspectivas para a inflação e os riscos internos e da economia internacional. Ao avaliar essa conjuntura o Copom decide manter a taxa básica de juros nesse patamar por período prolongado, entendendo que é necessário para a convergência da inflação para a meta (COPOM, 2015).

A inflação mensal em 2015 apresentou níveis bastante elevados, justificando a atitude do Copom. Em quatro meses do ano a inflação ficou acima de 1%. Esses números não eram observados em mais 20 anos.

Gráfico 11 - Evolução da Inflação Mensal em 2015

Fonte: BACEN (2017). Elaboração própria.

Os números da inflação mensal mostram a necessidade da política monetária com foco no controle inflacionário. Erros na condução da política econômica em períodos anteriores exigem postura rígida no período seguinte. Contudo o crescimento da economia foi comprometido. E isso foi observado nos PIB's trimestrais de 2015.

Gráfico 12 - Evolução do PIB Trimestral em 2015

Fonte: IBGE (2017). Elaboração própria.

*Trimestre contra trimestre imediatamente anterior - %

**Em relação ao mesmo período do ano anterior - %

O desempenho da economia brasileira foi recessivo, terminando o ano com queda do PIB de 3,8%. O outro dado negativo que marcou o ano de 2015, foi à taxa de desemprego que, no fim de 2015 foi de 8,5% segundo o IBGE. Esses dados negativos demonstram o fracasso na condução da política econômica desde o ano de 2011.

Com esse resultado de 2015, a presidente Dilma Rousseff fecha o último ano de governo, já que por via de processo de impeachment ela seria retirada da presidência da república no ano de 2016, em meio a uma enorme crise política que arrastava junto à economia brasileira.

3.3 Resultados e Avaliação da Política Monetária

Ao assumir a presidência da república, Dilma Rousseff prometeu dar continuidade ao trabalho feito pelo seu antecessor. Parte do compromisso assumido pelo governo anterior estava em uma política econômica ortodoxa, baseada no “tripé macroeconômico”, com metas de inflação, superávit primário e câmbio flutuante. Logo, a condução da política econômica e, em especial da política monetária, seria ortodoxa.

Assim sendo, entende-se que conduzir a política econômica de forma heterodoxa seria necessário romper com o “tripé macroeconômico” para impor uma nova forma de condução, (BRESSER-PEREIRA, 2013). Conciliar política macroeconômica ortodoxa com ações heterodoxas faria com que em algum momento os instrumentos, interesses e caminhos se chocassem e gerassem distúrbios na economia.

Nessa perspectiva, os resultados da política econômica do governo Dilma, mostram que a política monetária não conseguiu cumprir, objetivamente, as metas de inflação estabelecidas pela autoridade monetária.

Tabela 3 - Resultados Anuais de 2010 a 2015

Ano	Meta de Inflação (%)	Inflação (%)	Tx. Selic (%)	Tx. de Desemprego (%)	PIB (%)
2010	4,5	5,91	11,25	6,7	7,5
2011	4,5	6,5	11	6	4
2012	4,5	5,84	7,25	7,4	1,9
2013	4,5	5,91	10	4,1	3
2014	4,5	6,41	11,75	6,8	0,5
2015	4,5	10,67	14,25	8,5	-3,8

Fonte: BACEN (2017); IBGE (2017). Elaboração própria.

Analisando os dados da Tabela 3, é possível observar que de 2010 a 2015 não foi cumprido à meta de inflação de 4,5%. No ano de 2015, em especial, a inflação ultrapassou a casa dos 10% deixando claro o fracasso na consecução da meta estabelecida de 4,5%.

O desempenho do PIB brasileiro chama a atenção. De um crescimento do PIB de 7,5% em 2010 a um PIB negativo de -3,8% em 2015, levando o país a uma recessão. Nesse período, a economia brasileira passou por mudanças na política econômica que conduziram o país a ter PIB's tão distintos em um intervalo de seis anos. O excelente PIB de 2010 foi resultado das políticas anticíclicas para enfrentar a crise econômica mundial de 2009. Em 2011 ainda há o impacto dessas medidas, mas, que nos anos seguintes não tiveram mais efeitos. A partir de 2012 começa a ser implementada a política econômica definida pelo governo Dilma.

A taxa básica de juros (Selic) no período de 2010-2015 vai de uma taxa de 11,25% em 2010, para 7,25% em 2012 e fecha 2015 em 14,25%. Essa grande oscilação é reflexo de uma mudança na condução da política econômica. As mudanças na política macroeconômica, ocorridas a partir do segundo semestre de 2011, procurava atender aos interesses do governo Dilma e seus aliados, porém, acabaram por conduzir a economia brasileira a uma recessão econômica profunda.

O principal reflexo dos erros na condução da política monetária, e econômica, está nos dados do desemprego. Após alcançar uma mínima histórica em 2013, 4,1% de desemprego, a taxa de desemprego nos anos de 2014 e 2015, 6,8% e 8,5% respectivamente, assumiu uma postura ascendente. Com péssimas expectativas e com o fraco desempenho da economia, os empresários desistiram de investir e começaram a demitir trabalhadores.

Os dados mostram que o governo Dilma foi pelo caminho errado na gestão da política econômica, em especial da política monetária. Ao agir para forçar a redução da taxa básica de juros, o Bacen junto do governo, criou um ambiente de taxa de juros mais baixo que não era possível mantê-lo no médio e longo prazo, devido as pressões inflacionárias.

Em um país com histórico de hiperinflação, fazer o diagnóstico errado e assumir a gestão de preços administrados em descompasso com os preços livres, criou ambiente

favorável para que os preços, de forma generalizada, subissem. E com isso levou o Bacen a elevar a taxa básica de juros, implementando um período de política monetária contracionista, como destaca Pires e André,

Em suma, pode-se dizer que durante o governo Dilma houve uma tentativa de praticar uma política monetária menos ortodoxa, a qual acabou por não se sustentar – principalmente em virtude do ressurgimento de fortes pressões inflacionárias –, obrigando o Banco Central a adotar uma política mais restritiva, o que, por certo, responde, em parte, pela redução das taxas de crescimento observadas nos últimos anos. (PIRES; ANDRÉ, 2015, p. 211).

Portanto, a marca distintiva da política monetária no governo Dilma, reside no fracasso de forçar uma política monetária heterodoxa conservando metas e objetivos de política monetária ortodoxa. Isso quer dizer que, forçar queda da taxa básica de juros sem ambiente econômico adequado para isso, forçará a autoridade monetária a implementar uma política monetária mais rígida, no médio prazo, para poder conter as pressões inflacionárias. Esse cenário foi observado no Brasil durante o governo Dilma Rousseff de 2011 a 2015.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Como a economia brasileira apresentou um forte crescimento econômico em 2010, o governo Dilma resolveu adotar novas medidas para manter o ritmo de crescimento e, enfrentar a instabilidade econômica internacional, vinda da crise da dívida dos países europeus e do fraco desempenho econômico dos Estados Unidos.

Nessa perspectiva, o governo brasileiro e autoridade monetária viram na queda da taxa básica de juros, um caminho possível para estimular a economia e seguir dando dinâmica econômica para o Brasil. Contudo, como a política monetária manteve o objetivo de controlar os preços, via metas de inflação, o Bacen, mesmo assim, resolveu afrouxar a política monetária, reduzindo a taxa Selic, até chegar no menor patamar em décadas, quando no fim de 2012 e início de 2013 a taxa básica de juros se manteve em 7,25%.

Acompanhando o afrouxamento da política monetária, o governo Dilma prosseguiu com outras medidas, de caráter heterodoxo, como redução em alíquotas de impostos, subsídios para alguns setores produtivos, além da gestão dos preços administrados para influenciar os preços de mercado.

Esse conjunto de medidas causou uma série de distorções na economia. A principal delas foi às pressões inflacionárias durante o período em que a taxa básica de juros esteve em seu menor patamar. Assim, as propostas heterodoxas de condução da política monetária, e econômica, começaram a ruir.

Então, a partir da percepção das pressões inflacionárias e do descontrole das contas públicas, a autoridade monetária retornou ao controle ortodoxo da política monetária e passou a elevar a taxa básica de juros, gradativamente. Com isso, a política monetária voltou a ser conduzida mais rigidamente, voltada para o controle da inflação.

Como a inflação não convergiu para a meta estabelecida pela autoridade monetária, o Bacen seguiu elevando a taxa Selic. Como consequências desse arrocho monetário, o crescimento econômico foi comprometido e a taxa de desemprego foi ampliada.

O desvio do objetivo de consecução da política monetária – controle do nível geral de preços – cobrou um preço caro para a sociedade brasileira. Alta taxa de inflação, recessão econômica, descontrole das contas públicas e alto nível de desemprego, foram algumas das consequências da mudança na condução da política monetária e, econômica.

Com base no trabalho apresentado, percebeu-se que a política monetária do governo Dilma não convergiu para o seu principal objetivo, que é o controle do nível geral dos preços e, conseqüentemente, corroborou para o fraco crescimento da economia e até a recessão observada no ano de 2015. Desta forma, a política monetária não foi eficiente no controle da inflação, pois, observou-se que, ao longo dos cinco anos analisados, em nenhum deles a inflação convergiu para o centro da meta, sempre ficando na banda superior da meta estabelecida.

REFERÊNCIAS

- AMADO, Adriana Moreira. Limites monetários ao crescimento: Keynes e não-neutralidade da moeda. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 21, n. 1, 2000. p. 44-81.
- AZEVEDO, Paulo, Furquim de; SERIGATI, Felipe C. Preços administrados e discricionariedade do Executivo. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 35, n. 3 (140), jul./set. 2015. p. 510-530.
- BACEN, BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de inflação**. Brasília, v. 1, n. 1, jun./1999. p. 1-97.
- _____. **Séries temporais**. Disponível em:
< <http://www.bcb.gov.br/?serietemp>>. Acesso em várias datas no ano de 2017.
- BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. Inflação inercial e p plano cruzado. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 6, n. 3, jul./set. 1986.
- _____. O governo Dilma frente ao “tripé macroeconômico” e a direita liberal e dependente. **Novos Estudos**, São Paulo, n. 95, mar. 2013. p. 5-14.
- CAGNIN, Rafael Fagundes et al. A gestão macroeconômica do governo Dilma (2011-2012). **Novos Estudos**, São Paulo, n. 97, nov. 2013. p. 169-185.
- CARVALHO, Fernando J. Cardim de et al. **Economia monetária e financeira: teoria e política**. 2ª. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. 385 p.
- CARVALHO, Fernando J. Cardim de. Temas de política monetária keynesiana. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 1, n. 15, 1994. p. 33-61.
- COPOM, COMITÊ DE POLÍTICA MONETÁRIA. **Ata da 160ª Reunião**. Brasília: BCB, 28 de julho de 2011.
- _____. **Ata da 164ª Reunião**. Brasília: BCB, 26 de janeiro de 2012.
- _____. **Ata da 170ª Reunião**. Brasília: BCB, 18 de outubro de 2012.
- _____. **Ata da 179ª Reunião**. Brasília: BCB, 05 de dezembro de 2013.

_____. **Ata da 188ª Reunião**. Brasília: BCB, 29 de janeiro de 2015.

FRAGA NETO, Armínio. Dez anos de metas para a inflação. In: BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Dez anos de metas para a inflação: 1999-2009**. Brasília: Banco Central do Brasil, 2011, 456 p.

FRIEDMAN, Milton. O papel da política monetária. In: CARNEIRO, Ricardo (org.). **Os clássicos da economia 2**. São Paulo: Ática, 1997, 270 p.

_____. A teoria quantitativa da moeda – uma reafirmação. In: CARNEIRO, Ricardo (org.). **Os clássicos da economia 2**. São Paulo: Ática, 1997, 270 p.

_____. Inflação e desemprego: a novidade da dimensão política. In: IPEA, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (org.) **Clássicos de literatura econômica: Textos selecionados de macroeconomia**. 3. ed. Brasília: IPEA, 2010, 190 p.

FROYEN, Richard T. **Macroeconomia**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2007. 605 p.

GIAMBIAGI, Fabio et al. **Economia brasileira contemporânea: 1945-2010**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011, 272 p.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Sistema de contas nacionais**. Disponível em:

<<http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/indicadores/pib/defaultcnt.shtm>>. Acesso em várias datas no ano de 2017.

KEYNES, John Maynard. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. 1ª. ed.; 8ª tiragem. São Paulo: Atlas, 1992. 320 p.

_____. Teorias alternativas da taxa de juros. In: IPEA, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (org.) **Clássicos de literatura econômica: Textos selecionados de macroeconomia**. 3. ed. Brasília: IPEA, 2010, 190 p.

LOPES, J.C.; ROSSETTI, J.P. **Economia monetária**. 5ª. ed. São Paulo: Atlas, 1993. 494 p.

MADI, Maria Alejandra Caporale. Estabilidade com regras monetárias. In: CARNEIRO, Ricardo (org.). **Os clássicos da economia 2**. São Paulo: Ática, 1997, 270 p.

- MARCONI, Marina de Andrade; LAKATOS, Eva Maria. **Fundamentos de metodologia científica**. 5ª ed. São Paulo: Atlas, 2003. 312 p.
- MATTEI, Lauro; MAGALHÃES, Luis Felipe. A política econômica durante o governo Lula (2003-2010): cenários, perspectivas e resultados. In: PAULA, Marilene de (org.). **“Nunca antes na história desse país”...?: Um balanço das políticas do governo Lula**. Rio de Janeiro: Fundação Heinrich Böll, 2011, p. 152.
- MORAES JR., Aod Cunha de. A evolução dos fundamentos teóricos da política monetária no enfoque monetarista. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, n. (15)1, 1994. p. 132-150.
- OLIVEIRA, G.C.; ROLIM, L.; BLIKSTAD, N. Regime de metas para a inflação e medidas macroprudenciais: uma análise à luz da experiência brasileira recente (2008-2013). **Revista Pesquisa & Debate**, São Paulo, v.27, n.1, mar. 2016. p. 127-155.
- PIRES, Julio Manuel; ANDRÉ, Fernandes Galhardo. Caminhando em círculo: idas e vindas da política econômica do governo Dilma. **Pesquisa & Debate**, São Paulo, v. 25, n. 1(47), jan./mai. 2015. p. 197-215.
- RANGEL, Ignácio. **A inflação brasileira**. 5. ed. São Paulo: Bial, 1986, 150 p.
- SANDRONI, Paulo. **Dicionário de Economia do Século XXI**. 6ª Ed. Revista. Rio de Janeiro: Record, 2010.
- SICSÚ, João. A negação da ineficácia da política monetária: a alternativa de Keynes e dos Pós-Keynesianos. **Análise Econômica**, Porto Alegre, n. 15, v. 28, set. 1997. p. 80-107.
- SOUZA, Luiz Daniel Willcox de. Inflação de custos e inflação de demanda: uma discussão acerca da natureza das causas da inflação. **Leituras de Economia Política**, Campinas, n. 9, dez. 2001. p. 19-39.
- TEIXEIRA, Rodrigo Alves; PINTO, Eduardo Costa. A economia política dos governos FHC, Lula e Dilma: dominância financeira, bloco no poder e desenvolvimento econômico. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 21, nº especial, dez. 2012. p. 909-941.

TORRES, Marcos José Rodrigues. **Operacionalidade da política monetária no Brasil**. 1999. 183f. Tese (Doutorado). Unicamp, Instituto de Economia, Campinas.

VASCONCELLOS, Marco Antonio Sandoval de. **Economia**: micro e macro. 4ª ed. São Paulo: Atlas, 2009.